

Robert Fagerlund

Ägande som incitament?

En studie på Nasdaq Helsinki

Robert Fagerlund

Pro gradu-avhandling i redovisning

Handledare: Ralf Östermark

Handelshögskolan vid Åbo Akademi

Åbo 2019

Ämne: Redovisning
Författare: Robert Fagerlund
Titel: Ägande som incitament? En studie på Nasdaq Helsinki
Handledare: Ralf Östermark, Jonas Spohr
<p>Abstrakt: Denna avhandling har undersökt om det finns ett samband mellan aktieägande och företagets marknadsvärde. Avhandlingen avgränsas till att undersöka hur ett betydande aktieägande hos vd eller styrelseordförande påverkar marknadsvärdet i bolaget där de är verksamma. Syftet med avhandlingen var att svara på om det vid en investering lönar sig att ta i beaktande vd:s eller styrelseordförandes ägande i bolaget. Studien utgick ifrån bolag noterade på Nasdaq Helsinki under en tidsperiod på 3 år i mitten av 2010-talet.</p> <p>Marknadsvärdet analyserades genom aktieavkastning och med hjälp av nyckeltalet Tobin's q. Tidigare studier har visat att det finns ett samband mellan ägande och marknadsvärde. Således var det intressant att undersöka om samma samband går att finna på Helsingforsbörsen. I avhandlingen har publika aktiedata samt bokslutsuppgifter använts för att besvara avhandlingens frågeställning.</p> <p>Resultaten av studien tyder på att det finns ett samband mellan vd:s ägande och bolagets marknadsvärde på Helsingforsbörsen. Studiens resultat visar att bolagen där vd:n ägde en betydande andel både hade avkastat bättre än aktieindexet OMXHGI och hade ett högre Tobin's q-värde än jämförelsegruppen. Genom statistisk analys kunde ett signifikant samband konstateras. Enligt resultaten inverkade även styrelseordförandes ägande positivt på aktieavkastningen. Dock har man inte kunnat hitta ett signifikant samband mellan Tobin's q och styrelseordförandes ägande. Resultaten från studien indikerar på att det för en rationell investerare lönar sig att ta i beaktande vd:s och styrelseordförandes ägande vid en eventuell investering på Helsingforsbörsen.</p>
Nyckelord: Ägande, vd, styrelseordförande, marknadsvärde, Tobin's q, Nasdaq Helsinki
Datum: 8.2.2019
Sidor: 79
Abstraktet godkänt som mognadsprov:

Innehåll

1 INLEDNING	1
1.1 BAKGRUND	1
1.2 PROBLEMDISKUSSION	2
1.3 SYFTE	4
1.4 AVGRÄNSNING	4
1.5 DISPOSITION	5
2 TEORETISKT RAMVERK	7
2.1 EFFEKTIVA MARKNADSHYPOTESEN	7
2.1.1 Svagt effektiv marknad	8
2.1.2 Mellanstarkt effektiv marknad	9
2.1.3 Starkt effektiv marknad	9
2.1.4 Insiderinformation	9
2.2 AGENTTEORI OCH AGENTKOSTNAD	10
2.3 FÖRETAGSVÄRDERING ENLIGT TOBIN'S Q	13
2.3.1 Tobin's q som mått på företags marknadsvärde	15
2.3.2 Approximation av Tobin's q	16
2.4 AKTIEÄGARE, VD OCH STYRELSEORDFÖRANDE	17
2.5 OLIKA ÄGARSTRUKTURER	18
2.6 FAKTORER SOM KAN PÅVERKA FÖRETAGETS MARKNADSVÄRDE	20
2.7 NASDAQ HELSINKI	22
2.7.1 Index på Nasdaq Helsinki	22
3 TIDIGARE STUDIER	24
3.1 HUR PÅVERKAS MARKNADSVÄRDET DÅ VD TILLHÖR AKTIEÄGARNA I FÖRETAGET?	24
3.2 PÅVERKAS MARKNADSVÄRDET OM VD:N ÄR FÖRETAGETS GRUNDARE?	30
3.3 FINNS DET ETT SAMBAND MELLAN VD-ÄGANDE OCH FÖRETAGETS MARKNADSVÄRDERING?	32
4 METOD	36
4.1 HYPOTESER	36
4.2 VAL AV METOD	37
4.3 VAL AV TIDSPERIOD	38
4.4 DATAINSAMLING OCH SAMPEL	38
4.5 AVKASTNING	41
4.6 ÖVERAVKASTNING	42
4.7 STATISTISK ANALYS	43
4.8 KONTROLL AV RISK	45

4.9 VALIDITET OCH RELIABILITET.....	46
4.10 KÄLLKRITIK.....	47
5 RESULTAT.....	49
5.1 AKTIEAVKASTNING	49
5.2 PRESTATION ENLIGT TOBIN'S Q.....	55
5.2.1 Statistisk analys av Tobin's q	58
6 SAMMANFATTNING OCH DISKUSSION	64
6.1 SAMMANFATTNING	64
6.2 DISKUSSION	65
6.3 KRITIK MOT STUDIEN	66
6.4 FÖRSLAG TILL VIDARE STUDIER.....	67
KÄLLOR	68

Figurförteckning

Figur 1: OMXHGI-indexets avkastning under den studerade tidsperioden

Figur 2: Figuren beskriver de likaviktade portföljernas överavkastning. I figuren beaktas vd:s ägande enligt följande: vd-ägande $<0,01$ %, 1-5 %, 5-10 % och >10 % (Johansson, Jonsson 2014). OMXSPI representerar aktieindexet för samtliga börsnoterade företag på Stockholmsbörsen (Nasdaq 2018)

Figur 3: Översikt över vd-gruppens totala aktieavkastning under den undersökta tidsperioden

Figur 4: Översikt över so-gruppens totala aktieavkastning under den undersökta tidsperioden

Figur 5: Illustrerande diagram över samplets normalfördelning

Tabellförteckning

Tabell 1: Översikt över vilka bolag som ingår i vd-gruppen samt respektive bolags totala aktieavkastning under den undersökta tidsperioden

Tabell 2: Nyckeltal för vd-gruppen

Tabell 3: Översikt över vilka bolag som ingår i so-gruppen samt respektive bolags totala aktieavkastning under den undersökta tidsperioden

Tabell 4: Nyckeltal för so-gruppen

Tabell 5: Tabell över Tobin's q-värden för vd-gruppen

Tabell 6: Tabell över Tobin's q-värden för so-gruppen

Tabell 7: Nyckeltal för hur Tobin's q-värdet skiljer sig mellan de undersökta grupperna

Tabell 8: Resultaten av T-testet för vd-gruppen

Tabell 9: Resultaten av T-testet för so-gruppen

Tabell 10: Test av samplets normalfördelning med Kolmogorov-Smirnov-testet

Tabell 11: Test av samplets normalfördelning med Shapiro-Wilk-testet

1 INLEDNING

1.1 Bakgrund

Bolagsstyrning har under senare tid blivit uppmärksammat både rent akademiskt och av media. En bidragande orsak till utvecklingen är troligtvis stora ekonomiska skandaler som t.ex. Enron och Worldcom i USA. Båda bolagen är exempel på hur bristfällig bolagsstyrning kan få förödande konsekvenser, där arbetstagare miste sina jobb och medborgare sina pensioner.

Problematiken som ligger till grund för händelserna kan beskrivas med agentteorin (Berle & Means, 1932). Agentproblematiken uppstår om ledningens och ägarnas intressen inte sammanfaller och då uppstår något som inom teorin kallas för agentkostnader. Det här kan vara kostnader i form av t.ex. bristande incitament, övervakningskostnader och utnyttjandet av bolagets resurser för egen vinning.

För att förhindra att dylika situationer uppstår finns det ett flertal alternativa lösningar. Ett populärt alternativ är optioner som sammankopplar vd:s ersättning med bolagets utveckling på aktiemarknaden. Det har dock vid tidigare forskning visat sig att optioner kan vara bristfälliga då användning av optioner har lett till kortsiktighet och manipulation av räkenskaper. Som kritik mot optioner kan man även framföra att optioner är starkt anknutna till konjunkturella utvecklingar och inte direkt till vd:s prestation (Kim & Nofsinger, 2007)

Utmaningen med optioner har lett till att ägarna utforskat andra belöningsalternativ. Det har bland annat lett till utdelning av aktier med begränsad dispositionsrätt, så kallade prestationsaktier (Kim & Nofsinger, 2007). Det här har blivit ett redskap för ägarna att minimera agentkostnaden genom att göra företagets vd till aktieägare i det egna bolaget. På så sätt lyckas man sammanföra vd:ns intressen med ägarnas, vilket leder till en lägre agentkostnad.

Huruvida ett ökat ägande hos vd verkligen är effektivt, råder det delade åsikter om. Det finns de som menar att vd:s ägande är positivt relaterat med höga bolagsvärden medan andra säger att det är irrelevant (Tong 2008). Oavsett hur det ligger till är det viktigt att förstå effekterna och konsekvenserna av de olika alternativen, eftersom det är viktigt att hitta rätt incitament för att nå önskad målsättning. Denna studie ämnar ge klarhet i hur vd:s och styrelseordförandes ägande påverkar företagets marknadsvärde på Helsingforsbörsen.

1.2 Problemdiskussion

Det förs en livlig diskussion bland investerare om vilka aspekter som är relevanta vid en aktieanalys. En av dessa aspekter är huruvida ägarstrukturen påverkar företagets avkastning på aktiemarknaden. Det finns många ägarstrukturer som diskuteras, men frågeställningen om hur verkställande direktörens aktieinnehav och aktieförvärv påverkar företagets avkastning hör till klassikerna. Med aktieavkastning avser jag ett lönsamhetsmått som visar hur värdet på en aktie har förändrats från en viss tidpunkt till en annan (e-conomic 2018).

Eftersom aktiemarknaden antas vara effektiv så vore det rimligt att nyheter angående verkställande direktörens eller styrelseordförandes aktieaffärer endast har en kortsiktig effekt på aktiemarknaden (Fama 1970). I tidigare studier har författarna dock kommit fram till slutsatsen att både verkställande direktörens och styrelseordförandes ägande har en både kortsiktig samt långsiktig effekt på företagets aktieavkastning. Den långsiktiga effekten ger oss en indikation på att marknaden kan vara ineffektiv då den prissätter vd:s och styrelseordförandes ägande i företaget (Lilienfeld-Toal & Ruenzi 2014).

Det är relevant att studera hur vd:s och styrelseordförandes aktieinnehav påverkar bolagets marknadsvärde på aktiemarknaden. Framst eftersom bägge är individer som i regel har väldigt mycket inflytande på vilka beslut som fattas i bolaget, både ur ett operativt och strategiskt perspektiv. Efter det här stycket i avhandlingen kommer styrelseordförande att refereras till genom förkortningen so.

I sin studie anser Jensen och Murphy (1990) att den viktigaste länken mellan ledningen och aktieägarna är ett ägande av det egna bolagets aktier. Ett tydligt samband som man kommit fram till är att ett ökat ägande även ökar lönens känslighet för förändringar i marknadsvärdet. Vilket i sin tur förklarar ett incitament till att försöka maximera bolagets värde istället för den egna lönen. Samma slutsatser har även Jensen & Meckling (1976) kunnat dra. Det är dock inte lika självklart att sambandet uppstår på samtliga ägarnivåer.

Börs- och lönerna har länge varit ett hett samtalsämne som både har intresserat media och investerare. Man kan argumentera för och emot lönenivåerna ur olika synvinklar. Även om det inte är alldeles enkelt att säga vad som är rätt eller fel eller om lönerna är skäliga så är det relevant att utreda om det finns behov av ytterligare styrmedel utöver lön.

Ett annat problem som sällan beaktas är särskiljandet av olika typer av ägande. Oftast ser man ägandet som en kvot av ägande och antal utestående aktier (Griffith, 1999). Ägandet kunde även utredas ur ett perspektiv där relativt, absolut och ägande i form av optioner tas i beaktande. Ett relativt ägande tar i beaktande det procentuella ägandet i förhållande till hela aktiestocken och det absoluta till ett valutabelopp. Det här vore viktigt att skilja på vid en analys eftersom slutsatsen annars kan bli missvisande.

Grundtanken i tidigare stycke grundar sig på att det kan förekomma skillnader i hur man förhåller sig till ett ägande beroende på hur ägandet uppstått. Exempelvis kan man anta att en person som investerat egna pengar i bolaget i form av aktier, signalerar starkare med ett sådant ägande än om individen har fått aktierna som bonus till följd av arbetsprestation. Antagandet har att göra med att man kan anta att risken är större då individen använt egna pengar för att förvärva aktier istället för att ha fått dem som tillägg till lön. Även om avhandlingen inte kommer att fokusera på hur ägandet har uppstått så är det nödvändigt att känna till att det kan påverka förhållningssättet till ägandet. Att särskilja på hur ägandet uppstått är någonting som kunde bli aktuellt vid fortsatt forskning.

Jag anser att det är värt att utreda avhandlingens frågeställning, för att få svar på om det lönar sig för en rationell investerare att ta i beaktande ägarstrukturen vid en eventuell placering i börsnoterade aktier. Dessutom är det relevant för en investerare att veta om

det lönar sig att omvärdera ett innehav då förändringar i företagets ägarstruktur sker. Investeraren kan alltså bli tvungen att ta ställning till om det lönar sig att sälja, öka eller behålla sin position i företaget. I den här avhandlingen undersöks ägandets påverkan av marknadsvärdet ur ett längre tidsperspektiv, en tidsperiod på tre år.

1.3 Syfte

Syftet med denna avhandling är att utreda om det finns något samband mellan vd:s och so:s ägande och företagets marknadsvärde.

1.4 Avgränsning

Eftersom jag vill undersöka marknadsvärdet ur ett ägarperspektiv så blir publik information om förändringar i ägastrukturen central för frågeställningen. För att kunna genomföra denna avhandling är det viktigt att information om vd:s och so:s aktieinnehav är tillgängliga för allmänheten. Börsnoterade företag är skyldiga att publicera kurspåverkande information genast då informationen blir tillgänglig (Nasdaq, 2018). Vad kurspåverkande information är bedöms från fall till fall men dit räknas bland annat ledningens förvärv av aktier i det egna företaget. Med ledningen syftar jag i detta sammanhang på verkställande direktören, styrelsen och högsta operativa ledningen i företaget. Därför avgränsas den här avhandlingen till att endast undersöka börsnoterade aktiebolag.

Eftersom syftet med avhandlingen är att utreda om det finns ett samband mellan företagets marknadsvärde och en viss typ av ägarstruktur så är det speciellt intressant att utreda om det finns ägarstrukturer som är mer fördelaktiga än andra ur en investerares synvinkel. För att kunna göra det här är jag beroende av bokslutsinformation och företagsvärdering. Aktieavkastning är en mätbar variabel som fungerar för samtliga börsnoterade bolag, dessutom är börsnoterade bolag skyldiga att publicera bokslutsinformation. Det här är bidragande orsaker till att jag valt att avgränsa studien till börsnoterade bolag. Denna avhandling kommer att fokusera på om det på

Helsingforsbörsen finns ett samband mellan marknadsvärde och vd:s eller so:s aktieägande.

I tidigare studier har forskare kommit fram till att vissa ägarstrukturer har lett till en bättre avkastning på lång sikt även om det kan ifrågasättas med bl.a. teorin bakom effektiva marknadshypotesen. Ägarstrukturer som lett till en positiv avvikande avkastning på lång sikt är familjeägda företag samt företag där vd:n ägde aktier i det egna företaget (Villalonga & Amit 2004, Lilienfeld-Toal & Ruenzi 2014). Det blir därför aktuellt i den här avhandlingen att undersöka de bakomliggande faktorerna och studera om samma samband går att finna på Helsingforsbörsen.

Ägande kan uppstå på flera sätt, till exempel genom optioner, emissioner, arv eller genom ett direkt aktieförvärv. I avhandlingen kontrollerar jag inte för hur ägandet har uppstått utan ägandet behandlas lika oberoende hur det uppstått. Främsta orsaken till det här är att det i många fall är svårt att med säkerhet kunna härleda på vilket sätt ägandet har uppstått.

1.5 Disposition

Kapitel 1 – INLEDNING

I kapitlet inledning presenteras i denna avhandling studiens ämne, problembakgrund, syfte och avgränsningar. Det här görs för att ge läsaren en bättre bild av ämnet och problematiken som ligger till grund för studien. Som avslutning på kapitlet presenteras avhandlingens disposition.

Kapitel 2 – TEORETISKT RAMVERK

I kapitlet teoretiskt ramverk presenteras för avhandlingen relevanta teorier och begrepp. Teorierna som behandlas är effektiva marknadshypotesen, agentteorin och Tobin's q. Utöver det behandlas även begreppen insiderinformation, aktieägare, vd, styrelseordförande och Nasdaq Helsinki. Samtidigt som begreppen behandlas undersöks även i kapitlet hur begreppen hänger ihop med varandra och avhandlingens

frågeställning. Kapitlet ger läsaren en teoretisk grund att stå på för att ha verktygen att ta till sig avhandlingen som helhet.

Kapitel 3 – TIDIGARE STUDIER

I kapitlet tidigare studier görs en djupdykning i vad tidigare studier inom ämnet har behandlat och kommit fram till. Avhandlingens problemområde berörs från olika synvinklar genom tidigare studier, genom analys av tidigare studier kan läsaren bilda sig en uppfattning av ämnets omfattning samt betydelsen av studien.

Kapitel 4 – METOD

I detta kapitel presenteras avhandlingens metod som ämnar undersöka om det finns ett samband mellan ett visst aktieäggande och företagets marknadsvärde. I kapitlet behandlas bland annat avhandlingens hypotes, insamlingsprocess och data. I kapitlet redogörs även för viktiga begrepp och mått som läsaren behöver känna till för att förstå metoden som använts.

Kapitel 5 – RESULTAT

I resultatkapitlet behandlas avhandlingens resultat. Här jämförs skillnader i marknadsvärde mellan huvudgrupperna och jämförelsegruppen. Resultaten för skillnader i marknadsvärde mellan grupperna undersöks både genom aktieavkastning och i form av Tobin's q. Sist i kapitlet redogörs resultaten från den statistiska analysen.

Kapitel 6 – SAMMANFATTNING OCH DISKUSSION

I avhandlingens sista kapitlet sammanfattning och diskussion presenteras en genomgång av vad studien har undersökt samt studiens resultat. I kapitlet kommer även studiens resultat att analyseras och som avslutning på kapitlet ges förslag till vidare studier inom ämnesområdet.

2 TEORETISKT RAMVERK

Kapitel två kommer att utgöra den huvudsakliga teoridelen i avhandlingen. Här behandlas relevant teori som ska stöda läsarens förståelse av den utredande delen i avhandlingen. Kapitel 2.1–2.3 utgör specifikt frågeställningens teoretiska bakgrund. För att skapa en djupare förståelse av om det är logiskt att ägarstrukturen påverkar företagets marknadsvärde är det relevant att fördjupa sig i följande teorier: den effektiva marknadsteorin, agentteorin och Tobin's q. Avsnitt 2.4–2.7 undersöker närmare fenomen och begrepp som är nödvändiga för att läsaren ska kunna greppa avhandlingens frågeställning, metod och resultat.

2.1 Effektiva marknadshypotesen

Den effektiva marknadshypotesen är en teori som uppkom på 1970-talet, och som skapare av teorin nämns ofta Eugene Fama. Teorin betecknas ofta med förkortningen EMH, som står för "Efficient Market Hypothesis". Den effektiva marknadshypotesen grundar sig på antagandet att all tillgänglig information ska avspeglas i aktiepriset på aktiemarknaden. Fama konstaterade att en marknad är effektiv då all tillgänglig information avspeglas i aktiepriset (Fama 1970).

A market in which prices always "fully reflect" available information is called "efficient". (Fama 1970, 383)

Enligt den effektiva marknadshypotesen ska det inte vara möjligt för en investerare att regelbundet få en högre avkastning än vad marknaden avkastar i genomsnitt med samma risknivå. Det här konstateras eftersom modellen utgår ifrån att alla har tillgång till samma information samtidigt, och prissätter informationen lika. Enligt Fama är en marknad effektiv endast då den ständigt tar i beaktande all tillgänglig information och avspeglar informationen i priset på marknaden. Dessutom ska den tillgängliga informationen vara gratis för samtliga aktörer på marknaden för att teorins krav ska uppfyllas. Det här är utgångsläget i teorin, även om Fama insåg att marknaden inte kan vara till 100 % effektiv

hela tiden. Exempelvis tar det tid för marknaden att prissätta ny information som enligt modellen direkt borde vara prissatt då informationen blir tillgänglig (Fama 1970).

Med utgångspunkt i att marknaden är effektiv så kan slutsatsen dras att aktiemarknaden reagerar negativt eller positivt beroende på vad den nya informationen berättar. Därför kunde man tänka sig att om någon med insyn i företagets verksamhet säljer en betydande andel aktier så kunde nyheten tolkas negativt av marknaden. Likaså vore det även logiskt att se en positiv utveckling på aktiemarknaden om information publiceras om att någon med insyn i företaget köpt in sig i företaget eller utökat sitt aktieinnehav. Det samma gäller för om vd eller so i företaget väljer att köpa eller sälja aktier i det egna företaget. Orsaken till att aktiekursen reagerar är att ny information når marknaden, vilket påverkar marknadens syn på vad företaget är värt. Oavsett negativ eller positiv effekt borde effekten endast vara kortsiktig enligt den effektiva marknadshypotesen (Lilienfeld-Toal & Ruenzi 2009, 23). Effekten borde endast vara kortsiktig eftersom information om transaktioner med företagets aktier som utförs av någon med insyn i företaget är information som är tillgänglig för allmänheten. Således borde informationen direkt då den publiceras prissättas på marknaden och avspeglas i aktiepriset (Fama 1970).

Effektiva marknadshypotesen kan även delas in i tre olika grader av effektivitet. De olika graderna är svag, mellanstark och stark. Vid dessa olika grader skiljer sig prissättningen beroende på tillgänglig information. I kapitel 2.1.1–2.1.3 går jag närmare in på kännetecknen för de olika graderna av effektivitet.

2.1.1 Svagt effektiv marknad

Med svag marknadseffektivitet menas att all information gällande historiska priser redan är beaktad på marknaden. Det här menar Fama (1970) leder till att det är lönlöst att försöka få en riskjusterad överavkastning genom att analysera historisk information om marknaden är svagt effektiv. Ett sätt att analysera historisk information är teknisk analys. Med andra ord kan man konstatera att Fama (1970) med sin teori om effektiva marknadshypotesen menar att det med teknisk analys inte är möjligt att få en riskjusterad överavkastning om marknaden är svagt effektiv.

2.1.2 Mellanstarkt effektiv marknad

Vid nästa nivå brukar man tala om mellanstark marknadseffektivitet. Vid mellanstark grad av effektivitet beaktas all allmänt tillgänglig information i priset. Allmän information är till exempel delårsrapporter och årsredovisningar men dit kan även information om vd:s och so:s ägande räknas. Vid mellanstark nivå är det alltså enligt teorin lönlöst för en investerare att använda sig av fundamental analys, eftersom marginalnyttan av information är noll när den redan är prissatt på marknaden. (Fama, 1970)

2.1.3 Starkt effektiv marknad

Om en marknad är starkt effektiv kommer priserna även att ta i beaktande sådan information som inte är tillgänglig för allmänheten. Exempel på sådan information är insiderinformation. Om marknaden är starkt effektiv så är det inte ens möjligt med insiderinformation att generera en riskjusterad överavkastning (Fama, 1970). I nästa stycke kommer jag närmare gå in på vad insiderinformation är.

2.1.4 Insiderinformation

Insiderinformation är information som inte är allmänt tillgänglig. Det handlar i ett börsbolag t.ex. om planer för framtiden och hur nuvarande situationen i bolaget ser ut. Det här är information som personer i ledande ställning ofta har tillgång till i sitt arbete. Problemet med insiderinformation är att informationen i regel inte är prissatt på aktiemarknaden och att personer med tillgång till denna information i praktiken kunde utnyttja sin position för egen vinning.

Övriga aktieägare som inte är nära anknutna till bolaget har inte tillgång till insiderinformation. Därför har det instiftats lagar som gör det olagligt att använda sig av insiderinformation. Insiderinformation ändrar form till allmän information då bolaget har

kommunicerat informationen till marknaden, t.ex. via ett börsmeddelande eller via årsredovisningen.

2.2 Agentteori och agentkostnad

Med hjälp av agentteorin förklaras en intressekonflikt som uppstår då ägande och kontroll separeras från varandra (Allebert, Carlsson & Ivarsson 2007, 10). Teorin utgår ifrån att alla individer vill maximera sin egen nytta och agera enligt vad som bäst uppfyller de egna intressena. Denna teori tas med i avhandlingen för att ge läsaren en bättre förståelse av vilka problem som kan uppstå om vd:s eller so:s och aktieägarnas intressen inte sammanfaller. Problematiken kan i sin tur påverka företagets marknadsvärde om parternas intressen inte överensstämmer.

Redan för flera hundra år sedan konstaterade Adam Smith att det finns en problematik, vilket agentteorin bygger på. Det kan kännas ofattbart att problemet kvarstår ännu idag men faktum är att så är fallet.

The divided capital of the Bank of England amounts, at present, to ten millions seven hundred and eighty thousand pounds. The directors of such companies, however, being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own.
(Adam Smith 1776, 1283).

På engelska talas det om ett "Principal-Agent problem" då man avser agentteorin. Genom att lyfta upp den engelska benämningen kan det bli enklare att förstå teorin, som teorins engelska benämning antyder belyser teorin eventuell problematik mellan huvudman och agent. I denna avhandling används benämningen huvudman istället för principal medan ordet agent inte behöver bytas ut eftersom det även förekommer på svenska.

Agentteorin beskriver problematiken mellan ägare (huvudman) och företagsledning (agent) då man separerat kontroll och ägande inom ett företag. I agentteorin utgår man ifrån att huvudmannen och agenten ingår ett kontrakt och agentens uppgift blir då att utföra vissa uppgifter åt huvudmannen samtidigt som agenten får beslutanderätt å huvudmannens vägnar (Jensen & Meckling 1976). Ett sådant förhållande kan t.ex. uppstå då styrelsen (huvudman) i ett företag tillsätter en verkställande direktör (agent). Ett dilemma uppstår då man utgår ifrån att bägge parter är nyttomaximerare med motstridiga preferenser, vilket gör att det uppstår en risk för att agenten inte alltid handlar enligt vad som är bäst för huvudmannen. Exempelvis om agenten inte jobbar så hårt som han borde, tar onödiga risker eller inga risker alls eller alternativt använder huvudmannens medel enligt sina egna preferenser (Spohr 2015). Dylika situationer kan uppstå då agentens preferenser inte sammanfaller med huvudmannens.

Även om man kanske inte tänker att problematiken är lika självklar när det gäller styrelseordförande så finns den där. Styrelseordförande kan ses som aktieägarnas agent där aktieägarna fungerar som huvudmän. Skillnaden till vd är att so jobbar på en annan nivå, medan vd jobbar operativt så jobbar so mer strategiskt. Jag har valt att inkludera so i studien för att utöka studiens bredd samt för att kunna analysera om sambandet ser lika ut för vd och so.

Agentkostnaden är ett begrepp som försöker mäta kostnaden som uppstår vid intressekonflikten. Agentkostnaden påverkas av följande handlingar: kostnaden för att kontraktera agenten, huvudmannens kostnad för övervakning av agenten samt kostnadsdifferensen för de beslut agenten fattar och de beslut som vore bäst sett ur huvudmannens perspektiv, en s.k. residualförlust (Jensen & Meckling 1976). Rent konkret kan alltså vissa beslut som agenten fattar gynna agentens intressen mer än huvudmannens, vid en sådan situation stiger agentkostnaden. Ur agentteorins perspektiv sett så är de företag som har lägst agentkostnad de mest effektiva företagen (Allebert, Carlsson & Ivarsson 2007).

För att anknyta till frågeställningen så behandlas en potentiell konflikt som kan uppstå mellan verkställande direktör och ägare om vd:n tar beslut som gynnar hans intressen mer än ägarnas. En sådan situation kan uppstå då vd:s lön är prestationsbaserad, vd:n kan då

lockas till att fatta beslut som gör att han får en bonus men som inte är optimalt ur huvudmannens perspektiv. Rent konkret kan det handla om att vd:n fattar beslut att sälja delar av verksamheten för att komma upp till en viss resultatnivå eller att undvika investeringar av samma orsak. I dessa fall är vd:s nytta oftast kortsiktig eftersom handlingarna kan få negativa följder för företaget på lång sikt, trots det kan en rejäl belöning fungera som tillräckligt incitament i vissa situationer för att agenten ska prioritera den egna nyttan (Holmström & Milgrom 1991). Om agenten väljer att prioritera dylika beslut, så tenderar det missgynna huvudmannen, i det här fallet företagets aktieägare.

För att uppnå effektiv bolagsstyrning blir det aktuellt för ett företag att skapa vissa mekanismer som kontrollerar agentkostnaden i den mån det är möjligt. En sådan mekanism är att förena agentens preferenser med huvudmannens, eller åtminstone minska på avståndet mellan deras intressen. Det blir därför relevant att fundera ut en mekanism som motiverar agenten att handla så att det både gynnar huvudmannen och honom själv. (Jensen & Murphy 1990). Hela den aktiebaserade belöningen grundar sig på att minska agentkostnaden och sammanföra agentens intressen med huvudmannens.

Om vd:n äger en betydande andel av företaget så antas agentkostnaden bli lägre. Dessutom kan belöningar i form av aktier ytterligare sänka på agentkostnaden, eftersom det då uppstår ett klart incitament för vd:n att handla enligt vad som är bäst för ägarna och samtidigt sig själv (Holmström & Milgrom 1991). Som slutsats kan man konstatera att agentkostnaden oftast är lägre i företag där vd:n äger aktier och ju mer aktier vd:n äger desto lägre tenderar agentkostnaden vara. Eftersom vd:n vid sådana situationer i större utsträckning prioriterar att fatta beslut som gynnar hela företaget istället för den direkta egna nyttan.

Situationen mellan aktieägare och styrelse liknar mycket problematiken som kan uppstå mellan styrelse och vd. Eftersom styrelsens uppgift är att representera och framföra aktieägarnas önskemål, samt övervaka ledningen och säkerställa att ledningen agerar i linje med aktieägarnas intressen så finns det risk för att det uppstår agentkostnader. En påtaglig risk är att styrelsen inte följer aktieägarnas intressen. För att minimera risken kan aktieägarna övervaka styrelsen, vilket leder till en agentkostnad. Ett sätt att skapa

incitament för att styrelsen ska handla enligt aktieägarnas intresse är att betala ersättning för styrelsearbetet. Ersättning i form av pengar hjälper enbart delvis i det här fallet till att minska agentkostnaden. Ett effektivare sätt har visat sig vara en ersättning i form av aktier i bolaget. Då sammanförs styrelsens intressen med aktieägarnas och agentkostnaden blir minimal. (Pozen, 2010)

Vinstutdelning är en annan mekanism som minskar huvudmannens (aktieägarnas) risk och samtidigt agentkostnaden (Easterbrook 1984). Det har att göra med att företagets egna kapital minskar vid en vinstutdelning, vilket leder till lägre risk för aktieägare som samtidigt resulterar i en lägre agentkostnad. Aktieägarnas risk minskar eftersom en del av deras investering återbetalas vid en vinstutdelning. Aktieägare uppskattar därför ofta att få dividend även om det bör poängteras att dividender inte nödvändigtvis är den mest fördelaktiga formen att belöna aktieägare, sett ur ett skattemässigt perspektiv. Även om skatten på dividender i vissa fall är lägre än skatten på försäljningsvinster så är det i många fall bättre för en långsiktig investerare att företaget använder vinster till att investera och skapa mervärde till sina aktieägare istället för att betala ut dividend. Det här beror på att ränta-på-ränta effekten blir större om företaget investerar pengarna i företaget istället för att dela ut dem i form av dividend som direkt beskattas. Det här gäller i de länder där dividendskatt förekommer, som i t.ex. Finland.

2.3 Företagsvärdering enligt Tobin's q

Det finns massvis med olika teorier om hur företag kan värderas. Tobin's q är en teori som ofta dyker upp då man läser artiklar som behandlar ägarstrukturer och företagsvärdering. Teorin är viktig att ta upp för att skapa en djupare förståelse av vad Tobin's q berättar för en investerare och hur talet ska tolkas för den som läser denna avhandling.

Tobin's q är en teori som presenterades för första gången av James Tobin 1968–1969. Teorin utvecklades för att underlätta investeringsbedömningar och för att ge oss ett konkret mått på om företaget är undervärderat eller inte (Bjerkeby, Brömer, Ericsson & Palmefors 2004, 8). Tobin kom fram till sin slutsats genom att konstatera att ett företag

borde värderas enligt vad det skulle kosta att ersätta företaget på marknaden, med andra ord återanskaffningsvärdet. Därför fås Tobin's q-värdet då man dividerar företagsvärdet samt skuldernas marknadsvärde med företags återanskaffningsvärde.

$$\text{Tobin's } q = \frac{\text{Företagsvärdet} + \text{skuldernas marknadsvärde}}{\text{Återanskaffningsvärdet}}$$

Vid en värdering av ett företag med hjälp av Tobin's q så står "Företagsvärdet" för det totala marknadsvärdet av företags samtliga utestående aktier. Det totala marknadsvärdet för ett företag fås genom att multiplicera aktiepriset för en aktie med företags totala antal utestående aktier. Ex. Om priset för en av företags aktier ligger på 10 euro och företaget har 500 000 utestående aktier så blir företags marknadsvärde 5 miljoner euro. Till företagsvärdet adderas sedan marknadsvärdet på företags skulder. "Återanskaffningsvärdet" i nämnaren beskriver i sin tur det totala återanskaffningsvärdet av företags tillgångar (Wallmark & Åhman 2005).

Med Tobin's q kan investerare undersöka hur marknaden värderar företaget i förhållande till företags tillgångar. Då kommer man fram till ett värde som beskriver hur marknaden värderar företaget, detta tal kan sedan jämföras med andra företags q-värden. Genom att analysera dessa tal kan en investerare sedan fatta ett visst investeringsbeslut eller hitta företag som motsvarar den egna investeringsfilosofin. Tobin's idé bakom formeln baserar sig på antagandet att ett företags värde i stort sett borde reflekteras i vad det skulle kosta att bygga upp företaget på nytt. Tobin ansåg alltså att ett företag är rätt prissatt då marknadsvärdet är lika stort som värdet på företags tillgångar. Ex. Ett företag med tillgångar till ett värde av 5 miljoner borde även ha ett marknadsvärde på 5 miljoner för att företags värdering ska vara i jämvikt enligt Tobin's teori. Det betyder alltså att då värdet av företags tillgångar är lika högt som företagsvärdet samt skuldernas marknadsvärde så blir Tobin's q-värdet 1.

Ursprungligen definieras Tobin's q genom att berätta att ett investeringsobjekt med q-värde > 1 är övervärderat. Om formeln används för att undersöka ett företags marknadsvärde så betyder ett q-värde > 1 att företags marknadsvärde är högre än

återanskaffningsvärdet. Ett q-värde mellan 0–1 berättar däremot att företaget är undervärderat. Värdet berättar även hur marknadens förväntningar ser ut på företag, därför kan en investerare utgående från talet fundera över hur han själv ser på företagets framtid och jämföra det med Tobin's q-värdet. Det är därför svårt att endast utgående från q-värdet säga vilken investering som är bättre, ett lågt eller högt q-värde kan alltså vara berättigat.

Ett högt q-värde kan bero på att företaget har en särställning på marknaden, exempelvis monopolistisk position eller att företaget producerar unika varor. I motsats till detta tenderar företag som fungerar på en konkurrensintensiv marknad att ha ett lägre q-värde. Det beror på att företag som fungerar på en konkurrensintensiv marknad ofta tvingas till låga marginaler och ständiga utvecklingskostnader, något som marknaden beaktar. Det i sin tur leder ofta till att q-värde för företag som fungerar inom konkurrensutsatta branscher rör sig mot återanskaffningsvärdet. (Bjerkeby, Brömer, Ericsson & Palmefors 2004, 9). Det finns även teorier som visar att q-värdet påverkas av hur länge ett företag har varit verksamt. Poängen här är att företag som länge varit verksamma även har stött på högre konkurrens vilket leder till lägre q-värde, samtidigt som nya företag enligt denna teori tenderar att ha ett högre q-värde. (Bjerkeby, Brömer, Ericsson & Palmefors 2004)

2.3.1 Tobin's q som mått på företagets marknadsvärde

Tidigare studier påvisar att det har blivit allt vanligare att mäta ett företags prestation i form av marknadsvärde med måttet Tobin's q. Bland annat i studier av Morek et al. (1988), Griffith (1999) och Tong (2008) har man använt sig av Tobin's q.

Utmaningen med måttet Tobin's q är att det kräver en relativt stor datainsamling av olika nyckeltal för att kunna användas korrekt. Svårigheterna att få fram nödvändiga data som uträkningen kräver har gjort att en approximation av Tobin's q uppstått. En approximation som till 96,6 % motsvarar resultaten från den ursprungliga formeln har erhållits ur Chung och Pruitts (1994) studie.

2.3.2 Approximation av Tobin's q

Chung och Pruitt (1994) presenterar en förenklad version av Tobin's q. Den huvudsakliga orsaken till detta var att förenkla informationsinsamlingsprocessen samtidigt som det skulle underlätta beräkningen av Tobin's q.

Approximationen av Tobin's q utförs enligt beräkningen nedan:

$$Q = \left(\frac{MVE + PS + Debt}{TA} \right)$$

där

Q = Approximation av Tobin's q

MVE = Förkortning av Market Value of Equity: Marknadsvärde (aktiepris x antalet utestående aktier)

PS = Preferred Shares: Preferensaktier

Debt = Skuld: Kortfristiga skulder - kortfristiga tillgångar + långfristiga skulder

TA = Total Assets: Totala tillgångar

Chung och Pruitts (1994) approximation av q har genom studier visat sig ge ett resultat som stämmer till 96,6 % överens med den ursprungliga modellen (Lindenberg och Ross, 1981). Denna avhandling kommer att använda sig av approximationen utvecklad av Chung & Pruitt (1994). Approximationen av q valdes på grund av ovan beskriven problematik med den ursprungliga formeln samt tillförlitligheten av approximationen.

2.4 Aktieägare, vd och styrelseordförande

Samtliga nämnda begrepp i rubriken är relevanta för den här studien och därför ska jag i det här kapitlet närmare gå in på deras relationer till varandra och deras funktioner i ett företag. En gemensam nämnare för ovanstående begrepp är ett företag, på ett eller annat sätt anknyts deras roll till ett företag.

Oavsett företagsform så krävs det ägare för att ett företag ska kunna existera. Ett företag bör ha minst en ägare men en övre gräns på antalet ägare finns inte. Både privatpersoner och företag kan fungera som ägare i ett företag. Med begreppet aktieägare avses i avhandlingen de personer eller företag som äger aktier i företaget. För att kunna studera aktieägandets inverkan på marknadsvärdet har jag valt att rikta in mig på börsnoterade aktiebolag. Orsaken till att jag valt att rikta in mig på börsnoterade bolag är att avhandlingens metod kräver information som börsnoterade bolag är skyldiga att publicera. Dessutom är det lättare att få fram information om hur ägarstrukturen ser ut i börsnoterade företag än i onoterade företag.

I Finland gäller följande regler: för privata aktiebolag är aktiekapitalets minimibelopp 2 500 euro medan det för publika aktiebolag är 80 000 euro (Aktiebolagslag, 1 kap. 3§1). I samband med att ett företag blir börsnoterat tillkommer även vissa krav på informationsskyldighet, vilket gör att publika aktiebolag lämpar sig bättre för denna studie. Främst eftersom denna avhandling är beroende av en insyn i ägarstrukturen och tillgång till en marknadsvärdering av företagen på Nasdaq Helsinki. Gemensamt för samtliga börsnoterade bolag är att bolagen värderas i realtid och att handeln med noterade aktier sker på en reglerad marknad som ska uppfylla alla lagbestämmelser (Aktiebolagslag, 5 kap. 1a§). I praktiken innebär en börsnotering att vem som helst kan köpa företagets aktier och bli delägare i företaget, vilket innebär att företagets ägarstruktur ofta förändras. Vid en börsintroduktion uppstår därför vanligtvis ett utspritt ägande och en bred ägarstruktur.

Att driva ett företag kan vara en utmanande uppgift, speciellt då bolaget är börsnoterat. Aktieägarna vill ha avkastning på kapitalet de har investerat och de förväntar sig att

bolaget sköts ändamålsenligt. Vid bolagsstämman väljs bolagets styrelse av aktieägarna, styrelsen med styrelseordförande i spetsen fungerar som aktieägarnas agent och övervakar att bolaget drivs i önskad strategisk riktning (Aktiebolagslag, 5 kap 3§). Till styrelsens uppgift hör att utse vd, vd:s uppgift är att driva den operativa verksamheten utgående från styrelsens riktlinjer (Aktiebolagslag, 6 kap 17§-20§). Således kan man påstå att vd:n fungerar som agent i första hand till styrelsen även om både vd och styrelseordförande ofta i praktiken fungerar som agenter för aktieägarna. Eftersom det står klart att de olika personernas roller står i relation till varandra blir det intressant att undersöka om ägande som incitament fungerar som medel för effektivare bolagsstyrning med avseende på företagets marknadsvärde.

2.5 Olika ägarstrukturer

I detta avsnitt kommer olika typer av ägarstrukturer att behandlas. Grundtanken med att ta upp de olika ägarstrukturerna är att kunna jämföra hur olika ägarstrukturer skiljer sig från varandra. Målet med kapitlet är även att visa exempel på olika ägarstrukturer som förekommer i företagsvärlden. Huvudfokus med avhandlingen är att granska vd:s och so:s ägande och därför kommer kapitlet att utgå ifrån ägarstrukturen där vd eller so äger aktier i det egna företaget. Inom samtliga ägarstrukturer är utgångspunkten att ägandet är frivilligt och att investerarens egna medel har använts åtminstone till viss mån.

Denna avhandling fokuserar främst på hur vd:s och so:s ägande påverkar företagets marknadsvärde. Valet känns naturligt eftersom vd:n tenderar vara den som påverkar beslutsfattandet inom företaget mest, åtminstone operativt. Om insiderägande överhuvudtaget har någon effekt på aktieavkastningen så vore det sannolikt att sambandet är som tydligast då man undersöker vd:s ägande i företaget (Kim & Lu 2011). Som insider definieras en person som innehar känslig information om ett företag, exempelvis information om interna processer och beslut (Businessdictionary 2018).

Vid undersökning av denna typ av ägarstruktur är det viktigt att den verkställande direktören inte enbart fungerar som vd utan vd:n ska även tillhöra ägarna i företaget. För att avgränsa och få ett tydligare samband har författarna i vissa artiklar definierat

storleken på vd:s ägande. Som betydande innehav definierar Lilienfeld-Toal och Ruenzi ett innehav på 5 % av företagets aktier. Tanken är att vd:s incitament att jobba för ett högre marknadsvärde ökar i samband med att hans eget ägande i företaget ökar.

Det är även viktigt att beakta på vilket sätt ägandet har uppstått. Huvudsakligen kan man skilja på frivilligt förvärvade aktier och aktier som vd:n har fått i form av belöning. I denna avhandling ligger fokus på vd:s och so:s ägande överlag och effekten av frivilligt förvärvade aktier, men även en kombination av frivilligt och andra typer av ägande beaktas. Det vore intressant att ur ett aktieavkastningsperspektiv kunna separera olika typer av ägande från varandra. På vilket sätt ägandet uppstått antas vara en faktor som kan påverka hur ägaren förhåller sig till sitt innehav och därmed är det även möjligt att aktieavkastningen påverkas. Eftersom man kan utgå ifrån att aktieavkastningen är viktigare för vd:n om han själv tagit en risk genom att investera egna medel i företaget än om han erhållit aktierna i någon form av belöning.

En annan ägarstruktur som förekommer och som är relativt vanlig är familjeägda företag. Termen familjeägt företag används i följande sammanhang: då grundarens familj, en ensam person eller en familj är största ägaren i ett företag (Villalonga, Amit 2004, 5). Det finns förstås olika nivåer av "familjeägda" företag men för att möjliggöra någon gränsdragning mellan olika ägarstrukturer har jag valt samma definition som Villalonga och Amit. Familjeföretag definieras ofta av en stark vilja och starka motiv att styra och bevara företaget (Anderson, Mansi & Reeb 2003). Det är speciellt två fördelar som ofta poängteras med denna ägarstruktur: ägarskap och ledning. Familjeföretag tenderar ha en koncentrerad ägarstruktur vilket medför att familjemedlemmarna har påverkningsmöjligheter samtidigt som de oftast har ett starkt incitament att bevara och utveckla företaget (Lee 2004).

Utspritt ägande är en annan ägarstruktur som innebär att ingen av aktieägarna äger majoriteten av företaget utan företagets ägarstruktur är bred med ett flertal ägare. Det finns ingen definitiv sanning vad som räknas som utspritt ägande men för att få en uppfattning av ägandets storlek, så har författarna Veisland & Rahmqvist (2010) i sin studie definierat att det förekommer utspritt ägande i ett företag då ingen äger mer än 10 % av kapitalet eller röstandelarna. Ibland brukar man tala om ett "herrelöst" företag då

man avser ägarstrukturen utspritt ägande (Fristedt, Sundin & Sundqvist 2003). Det är vanligt att utspritt ägande förekommer i börsnoterade företag eftersom handeln med börsnoterade aktier sker på en reglerad marknad. Att utspritt ägande oftare förekommer i börsnoterade företag är naturligt då aktiemarknaden är tillgänglig för allmänheten. Det är mer sällsynt med utspritt ägande i privata aktiebolag eftersom det oftast inte är möjligt för utomstående investerare att köpa aktier i privata företag.

Blockholders är ett annat begrepp man stöter på då man undersöker olika ägarstrukturer. Generellt sett brukar man tala om blockholder-ägande då någon äger en stor del av företagets aktier. Det finns tyvärr ingen klar definition hur stort ägandet ska vara för att räknas som blockholder ägande (Investorwords, 2018) men ägarstrukturen kännetecknas av att privata eller institutionella investerare äger en stor del av de utestående aktierna. I en vetenskaplig artikel har ägandet definierats till att vara mer än 5 % av företagets utestående aktier för att räknas som blockholder-ägande (Oh, Chang & Cheng 2014). Med institutionella investerare avses t.ex. banker, försäkringsbolag och pensionsbolag. De har ofta stora finansiella tillgångar som behöver investeras, vilket medför att de ofta innehar ett blockholder-ägande i flera företag (Businessdictionary 2018). Det förekommer även företag där flera investerare äger mer än 5 % av företag, man brukar då kalla dem blockholders.

2.6 Faktorer som kan påverka företagets marknadsvärde

Skuldsättningsgrad

I en optimal marknad borde företagets kapitalstruktur inte påverka företagets värde konstaterar Modigliani och Miller (1963). Dessvärre existerar få ur Modigliani och Millers synsätt optimala marknader och därför blir företagets skuldsättningsgrad relevant vid värderingen av ett företag. I verkligheten existerar skatter och transaktionskostnader vid en eventuell konkurs. Dessutom kan en ökad skuldsättning öka företagets värde genom användning av en så kallad ”skattesköld”, där bland annat avdragsgilla räntor på lån används som verktyg för att maximera företagets värde.

Man kan även argumentera för att en högre skuldsättningsgrad minskar agentkostnaden mellan ledning och ägare eftersom höga ränteutbetalningar minskar ledningens möjlighet att missbruka företagets kassamedel för egen vinning. (Berk & Demarzo, 2007)

Avkastningsmått

Avkastning kan mätas på ett flertal sätt. Avkastningen kan t.ex. mätas i aktieavkastning men även genom bokföringsrelaterade relationstal. Två vanligt förekommande relationstal är ROI (avkastning på investering) och ROE (avkastning på eget kapital).

Avkastning på eget kapital definieras genom årets resultat dividerat med summan av eget kapital. ROI beräknas som nettoresultat dividerat med investeringar. De här två relationstalen har i tidigare studier använts som oberoende variabler för att förklara Tobin's q. (Bozec & Laurin, 2008)

Företagsstorlek

En annan variabel som använts vid tidigare studier är företagsstorlek. Speciellt i studier där Tobin's q måttet som beroende variabel har ställts emot flera oberoende variabler, där en av de oberoende har varit företagsstorlek. (Morck et al. 1988, Griffith 1999)

Morck et al. (1988) har i sin studie kommit fram till att företagsstorlek är negativt korrelerat med en relativ företagsvärdering.

Ägarkoncentration

Ägarkoncentrationen undersöker om sammansättningen av aktieägarna kan påverka företagsvärdet. Speciellt ifall ett fåtal dominerade aktieägare kan inverka på företagsvärdet. Ibland kan det sätta stora krav på ett företag att ha en väldigt bred ägarstruktur. En bred ägarstruktur kan i vissa fall leda till kostnader som överstiger värdet av det potentiella kassaflödet en bred ägarstruktur kan ge. Det finns även situationer då ett fåtal starka aktieägare kan komma att utnyttja situationer som deras maktposition ger. (Morck et. al. 1988)

2.7 Nasdaq Helsinki

Helsingforsbörsen är grundad år 1912 och fungerar som en marknadsplats där det är möjligt att handla med börsnoterade aktier. Tidigare hörde Helsingforsbörsen till den svenska OMX-koncernen. År 2007 köptes dock Helsingforsbörsen av det amerikanska bolaget Nasdaq och därav det nya namnet Nasdaq Helsinki. (Nasdaq, 2018)

Bolagen på Nasdaq Helsinki är uppdelade i tre segment beroende på bolagens storlek. Vid indelning mäter man företagens marknadsvärde. De tre segmenten består av small, mid och large cap bolag. Kriterierna är följande: Small cap har ett marknadsvärde som understiger 150 miljoner euro. Mid cap har ett marknadsvärde som överstiger 150 miljoner men som understiger 1 miljard euro. Large cap bolag har ett marknadsvärde som överstiger 1 miljard euro. (Nasdaq, 2018)

För att kunna mäta den totala avkastningen för en börs eller delar av börsen använder man sig ofta av olika index. Exempel på index för Helsingforsbörsen är till exempel OMX Helsinki 25, OMX Helsinki Cap och OMX Helsinki GI. Dessa index presenteras mer ingående i nästa stycke. (Nasdaq, 2018)

2.7.1 Index på Nasdaq Helsinki

På Nasdaq Helsinki finns det ett flertal olika börsindex, jag ska försöka redogöra för några här för att öka förståelsen för index och deras betydelse vid jämförelse av avhandlingens resultat. På Nasdaq Helsinki finns det ett index som kallas OMX Helsinki 25, indexet beskriver utvecklingen av de 25 mest handlade aktierna på Helsingforsbörsen. Medan OMX Helsinki Cap är ett index där ett bolag högst kan ha en vikt på 10 % av totala indexets marknadsvärde. (Nasdaq, 2018)

Viktigast för denna avhandling kommer index OMX Helsinki GI att vara. Indexet är ett brett aktieindex som beskriver utvecklingen av hela Nasdaq Helsinki med beaktande av

eventuella dividender. På engelska brukar man beskriva ett sådant här index som ett "Total return index". (Nasdaq, 2018)



Figur 1: OMXHGI-indexets avkastning under den studerade tidsperioden

3 TIDIGARE STUDIER

I kapitel tre sammanfattas tidigare forskning inom det valda ämnesområdet. Här kommer olika typer av ägande att undersökas och studeras för att få en bild av hur tidigare forskning har sett på sambandet mellan företagets marknadsvärde och olika typer av ägande.

3.1 Hur påverkas marknadsvärdet då vd tillhör aktieägarna i företaget?

Påverkas aktieavkastningen av att vd:n äger aktier i det egna företaget? I en studie av (Lilienfeld-Toal & Ruenzi 2009) behandlar författarna den långsiktiga effekten av vd:s ägande. Studiens resultat visar en avvikande positiv avkastning under en period på över 10 år för de företag där vd:n äger åtminstone 5 % av aktierna eller mera. Resultaten från studien kan ses som ett tecken på en ineffektiv marknad. En förklaring till resultaten vore att investerare inte är medvetna om den positiva effekten som vd:s ägande har på aktieavkastningen. Det som dock förvånar Lilienfeld-Toal och Ruenzi (2009) mest är att resultaten visar på en ständigt avvikande avkastning under en lång period. Det om något tyder på att marknaden inte endast är ineffektiv på kort sikt utan att marknaden inte lär sig av sina misstag på lång sikt. Att förklara ineffektiviteten med att marknaden inte är medveten om den positiva effekten som vd:s ägande utgör är inte rimligt med tanke på att informationen är väl dokumenterad och lätt tillgänglig. (Lilienfeld-Toal & Ruenzi 2009)

Lilienfeld-Toal och Ruenzi (2014) konstaterar alltså i sin studie att marknaden inte på ett korrekt sätt lyckas prissätta företaget då verkställande direktören tillhör ägarna i företaget. För att få en bättre förståelse för detta faktum beskriver Lilienfeld-Toal och Ruenzi (2014) flera olika faktorer som ger upphov till att marknaden gör en felaktig prissättning av aktien. Med felaktig prissättning menar Lilienfeld-Toal och Ruenzi (2014) att marknaden inte är effektiv, prissättningen av aktien följer helt enkelt inte den effektiva marknadsteorin (Fama 1970). Företagets aktiepris avspeglar alltså inte fullt ut företagets

verkliga värde sett till tillgänglig information. För att komma fram till en slutsats angående sin frågeställning har Lilienfeld-Toal och Ruenzi utgått från konstruerade aktieportföljer. Portföljernas uppbyggnad baserar sig på ägarandelar med enbart publik information som grund. I studien använder forskarna sig av Carharts fyrfaktorsmodell (Carharts 1997). Modellen kan ses som utvecklad version av Famas och Frenchs trefaktorsmodell och båda modellerna används för att estimerar den förväntade avkastningen. Trefaktorsmodellen tar i beaktande den riskfria räntan, marknadsrisken, företagets storlek och skillnader i förväntad avkastning. Fyrfaktorsmodellen skiljer sig från trefaktorsmodellen eftersom den även beaktar en momentum faktor som beskriver aktiens tendens att fortsätta stiga eller sjunka.

I studien har forskarna kommit fram till att aktieavkastningen årligen varit 4–10 %-enheter högre i företag där vd:n äger en betydande andel av företagets aktier. I studien definieras en betydande andel vara ett aktieinnehav på 5 % eller mer av företagets utestående aktier, vilket innebär att vd:n även kan räknas som blockholder. I studien har forskarna jämfört aktieavkastningen i företag där vd:n inte äger aktier eller endast äger en liten procentuell andel av företagets totala aktier med företag där vd:n äger åtminstone 5 % av företagets aktier. Studien visar att nästan 10 % av alla vd:er bland S&P 1500 företagen äger mer än 5 % av aktierna i det egna företaget. (Lilienfeld-Toal & Ruenzi 2014, 1014)

S&P 1500 är ett brett aktieindex som baserar sig på aktieindexen S&P 500, S&P Mid Cap 400 samt S&P Small Cap 600. Det innebär att de största stor-, mellanstora- och småföretagen ingår i indexet. S&P 1500 indexet utgör uppskattningsvis 85 % av det totala börsvärdet för alla börsnoterade företag i USA. Aktieindexet sammanställs av kreditvärderingsinstitutet Standard & Poor's och därav namnet S&P. (Marketswiki, 2018)

Lilienfeld och Ruenzi (2014) konstaterar att det finns vissa detaljer i ägarstrukturen som påverkar den avvikande avkastningen avsevärt. De tar upp faktorer som låg konkurrens, handlingsfrihet hos ledningen samt liten extern kontroll sett till företagets beslutsprocess. Högsta avvikande avkastningen påträffas i företag med liten extern kontroll, då ledningen i företaget har stor handlingsfrihet samt då företaget fungerar på en marknad med låg

konkurrens. I dessa fall har en avvikande avkastning på upp till 10 % högre än för jämförelsegruppen uppnåtts. (Lilienfeld och Ruenzi 2014).

Ett ägande på 5 % i ett S&P 1500 företag innebär oftast att en stor del av vd:s totala förmögenhet är investerat i företaget, dessutom har vd:n ibland köpt åtminstone en del av aktierna med egna medel. Det i sin tur leder intuitivt till att det ligger i vd:ns yttersta intresse att försöka höja företagets värde, och samtidigt skapa ett mervärde för sig själv. Inte helt oväntat visar studier därför att vd:s ägande har stor inverkan på företagets operativa verksamhet samt företagets värde (Morck, Shleifer, och Vishny 1987). Resultaten från studien ligger i linje med agentteorin där det framhålls att agentkostnaden kan minimeras genom att förena agentens intressen med huvudmannens (Holmström & Milgrom 1991).

Lilienfeld-Toal och Ruenzi uppger i studien några möjliga orsaker till att avkastningen är betydligt högre i företag där vd:n innehar en hög ägarandel. En förklaring är att vd:n har tillgång till insiderinformation om företaget och kan med den avgöra om företaget är undervärderat. Man talar även om att informationen är asymmetrisk, då man avser en situation där den ena parten har mer eller bättre information än den andra (Investopedia 2018). Med hjälp av insiderinformation kan vd:n investera vid ett fördelaktigt tillfälle då företaget är undervärderat i förhållande till informationen som vd:n har om företaget. (Lin & Howe 1990).

Det är även tänkbart att vd:n vill signalera till aktieägarna och marknaden att han tror på företagets framtid. Genom att köpa in sig i det egna företaget ger vd:n marknaden en positiv signal, även storleken på vd:ns förvärv inverkar på hur stark signal vd:n förmedlar. (Johansson & Jonsson 2014). En annan förklaring har att göra med agentteorin och bygger på teorin om incitament. Ägarskap är ett sätt att påverka bolagsstyrningen, med hjälp av ägandet förenas vd:ns och aktieägarnas intressen. Om vd:n äger en betydande andel av företaget så är denne mindre benägen att äventyra företagets framtid och ta onödiga risker. (Lilienfeld och Ruenzi 2014).

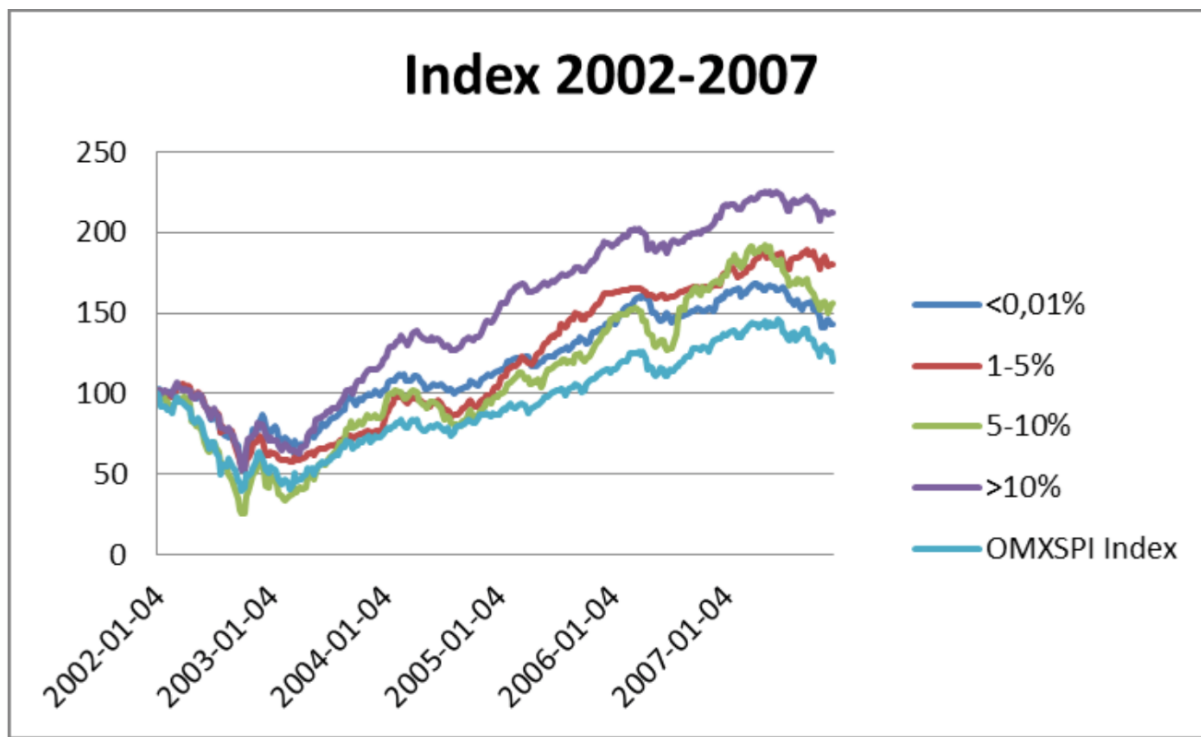
Johansson och Jonsson (2014) har utfört en liknande studie som Lilienfeld-Toal och Ruenzi. Deras studie fokuserar dock på den svenska marknaden, med fokus på vd-ägande

och aktieavkastning på Stockholmsbörsen åren 2002–2007. Johansson och Jonsson har använt tidsserie data för olika företag från Large-, Mid- och Small Cap på Nasdaq OMX Stockholm (Johansson & Jonsson 2014). Vid klassificering av börsnoterade företag så beaktas företagets börsvärde, det finns olika krav på nivåerna Small-, Mid- och Large Cap. Genom att ta med olika stora företag fås en helhetsbild av hur aktieavkastningen ser ut för hela marknaden.

I studien delas data in i fyra olika portföljer beroende på vd:ns ägande i det egna företaget. Fördelningen är följande: vd-ägande $<0,01\%$, $1-5\%$, $5-10\%$ och $>10\%$. Genom att dela in ägandet har man försökt mäta skillnader i avkastningen mellan de olika ägarandelsnivåerna. Portföljerna är likaviktade och värdeviktade som i Lilienfeld-Toal och Ruenzis (2014) studie. Det innebär att portföljens värde är justerat baserat på börsvärdet samt att likaviktningen baserar sig på portföljens storlek. För att kunna estimerar portföljernas avkastning med regression har författarna använt sig av single index modellen som både beaktar aktiens risk och avkastning. (Johansson & Jonsson 2014).

Resultaten från studien visar att överavkastningen varierar från år till år, det blir därför svårt att hitta ett samband där en viss portfölj årligen presterar högst avkastning. Bland de likaviktade portföljerna avkastade portföljen med ägande $>10\%$ bäst under fyra av sex år. När värdeviktade portföljerna analyserades så avkastade portföljen med högst ägarandel bäst endast under två av sex år. (Johansson & Jonsson 2014). Grafen nedan visar de likaviktade portföljernas avkastning under åren 2002-2007.

Aktieavkastning för likaviktade aktieportföljer i Sverige jämfört med OMXSPI index, 2002–2007



Figur 2: Figuren beskriver de likaviktade portföljernas överavkastning. I figuren beaktas vd:s ägande enligt följande: vd-ägande <0,01 %, 1-5 %, 5-10 % och >10 % (Johansson & Jonsson 2014). OMXSPI representerar aktieindexet för samtliga börsnoterade företag på Stockholmsbörsen (Nasdaq 2018).

Genom att granska grafen kan man se att resultatet från studien överensstämmer med resultatet från Lilienfeld-Toal och Ruenzis studie. Studierna tyder på att det finns ett samband mellan vd:s ägande och företagets avkastning. Portföljen med ett vd-ägande på > 10 % har totalt sett avkastat bäst under perioden även om portföljens avkastning inte har varit högst varje år. Samtliga portföljer där vd-ägande förekommer presterar även i stort sett bättre än marknadsindex årligen under perioden. Portföljen med ägande > 10 % hade under perioden en genomsnittlig årlig överavkastning på 19 %, medan portföljen med lägst vd-ägande hade en överavkastning på 7,4 % årligen. Studiens resultat indikerar att storleken på vd:s ägande även har en inverkan på aktieavkastningens storlek. (Johansson & Jonsson 2014).

Lilienfeld-Toal har i en av sina tidigare studier funderat kring varför företagsledare äger aktier i det egna företaget. Hans resultat tyder på att företagsledarens drivkraft att höja det egna företags värde står i relation till hur mycket aktier företagsledaren äger i företaget. Lilienfeld-Toal konstaterar även att företags aktiepris påverkar hur många aktier vd:n äger och vill köpa. Det betyder att dagens aktiepris påverkar vd:ns handlingar vilket även påverkar framtida kursutveckling. Vilket ytterligare stärker sambandet mellan vd-ägande och aktieavkastning. (Lilienfeld-Toal 2007).

I studien analyserades även aktieavkastningen då vd:n inte fritt kunde sälja av sitt innehav. Studien analyserade stora mängder data från tidigare börsintroduktioner för att upptäcka ett mönster. I samband med en börsintroduktion följer ofta en tidsperiod då personer med insiderinformation inte får handla med företags aktier. På engelska kallas tidsperioden "lockup period". Dagen då personer med insiderinformation igen får handla med företags aktier kallas "unlock day". Under "unlock day" har författarna kommit fram till att den avvikande aktieavkastningen var -2 % (Lilienfeld-Toal 2007). En annan studie visar på en tre dagar lång avvikande avkastning på -1,5 % efter "unlock day" (Field & Hanka 2001).

I artikeln förklaras fenomenet med att de övriga aktieägarna inte behöver vara oroliga för att det finns investerare med insiderinformation under "lockup" perioden och därför kan aktien prissättas rätt. Under "unlock day" försvinner aktieägarnas trygghet och aktiepriset kompenserar för att någon med insiderinformation kan handla med aktien och dra nytta av informationen. Dessutom förklarar författarna att en negativ aktieutveckling på "unlock day" fungerar som en mekanism så att personer med insiderinformation inte ska sälja sina aktier. Resultaten tyder på att marknaden ogillar risken att någon kan ha insiderinformation och prissätter därför risken genom en negativ aktieutveckling. (Lilienfeld-Toal 2007). Studien tyder på att vd:n har störst incitament att höja värdet på ett företag då företags aktier inte ligger i jämvikt med den information vd:n har, eftersom risken finns att vd:n skulle sälja sitt innehav om aktiepriset var rätt prissatt på marknaden. Åtminstone om man utgår ifrån att vd:n vill maximera sin egen nytta, genom att minska sin egen insats. (Lilienfeld-Toal 2007).

3.2 Påverkas marknadsvärdet om vd:n är företagets grundare?

En studie gjord av Fahlenbrach visar att vd:s relation till företaget påverkar företaget på olika sätt. I studien undersöktes vd:er som är grundare av företag och vd:er som inte tillhör grundarna utan endast jobbar som vd. I artikeln talar författaren om "Founder-CEO" och "Successor-CEO" (Fahlenbrach 2004), i denna avhandling används de svenska begreppen grundar-vd och efterträdar-vd. För att på motsvarande sätt som i Fahlenbrachs studie kunna skilja på vd:s relation till företaget och undersöka hur relationen påverkar marknadsvärdet. Det finns saker som skiljer grundar-vd:er från efterträdar-vd:er. I studien poängterar författaren att en grundar-vd ofta känner att företaget de grundat är deras livsverk. Det leder vanligtvis till att det finns en stark motivation till att försöka optimera verksamheten. I studien tyder resultaten på att grundar-vd:er ofta strävar efter att optimera värdemaximeringen för aktieägarna, istället för att fokusera på kortsiktiga effekter och egen nytta. (Fahlenbrach 2004, 1).

Data har analyserats under en period på 10 år och sammanlagt 2327 amerikanska börsnoterade företag ingick i studien. Bland dessa företag var det 361 som hade en grundare eller medgrundare som vd. Studien har fokuserat på att hitta långsiktiga effekter och därför undersökt data under en längre tidsperiod. Studien beaktar följande saker: företagets värdering, redovisningens nivå, investeringsbeslut och aktieavkastningen. (Fahlenbrach 2004, 2)

Enligt studien levererar företag som styrs av grundar-vd:er en högre avkastning på företagets tillgångar. Dessutom visar resultaten från studien att företag med grundar-vd i regel värderas högre än företag med efterträdar-vd. Resultaten indikerar även på en tydlig skillnad gällande investeringsbeslut. Grundar-vd:er tenderar investera mera i forskning och utveckling än efterträdar-vd:er. Grundar-vd:er investerar även mera i anläggningstillgångar och genomför mer genomtänkta fusioner och företagsförvärv. Efter att ha studerat hur resultaten skiljer sig kan man konstatera att grundar-vd:er i allmänhet tar beslut som stöder verksamheten på lång sikt, samt att besluten som tas har en positiv effekt på företagets värde och prestationsförmåga. (Fahlenbrach 2004, 2-3).

Studien granskar även aktieavkastningen ur ett värde-viktat perspektiv. En investeringsstrategi som gick ut på att välja företag som hade en grundare som vd gav en avvikande avkastning på 10,7 % årligen. Den avvikande avkastningen var 4,4 % efter faktorer som inte skulle påverka resultaten hade uteslutits. Dessa faktorer var bland annat inom vilken bransch företaget verkade, företagets ålder o.s.v. (Fahlenbrach 2004, 3)

Författaren har några teorier till varför avvikande avkastning uppstår, de flesta kan han dock förkasta relativt snabbt men en möjlig orsak kvarstår. Grundar-vd:er har möjligtvis tillgång till information som andra aktieägare inte har och kan därmed sälja av sitt innehav vid en mer gynnsam tidpunkt t.ex. före negativ information om företaget når marknaden. På så vis kan en grundar-vd bättre förutspå negativa reaktioner på aktiemarknaden och undvika dem, det kunde vara en rimlig orsak till den avvikande avkastningen som studien visar. (Fahlenbrach 2004, 4)

Samtidigt är det vanligt att en grundar-vd har en stor drivkraft att jobba för det egna företagets bästa. Vd:s drivkraft inverkar i sin tur ofta positivt på företagets resultat och aktieavkastning. Grundar-vd:er motiveras ofta av den känslomässiga aspekten att lyckas driva ett företag framgångsrikt, samtidigt som grundar-vd:er i regel belönas finansiellt om företaget lyckas. Det har att göra med att grundar-vd:er oftast äger aktier i företaget de leder. (Fahlenbrach 2004, 4). Resultaten överensstämmer med principerna i agentteorin, agentkostnaden är minimal då agenten även fungerar som huvudman. Därför är ägarstrukturen med en grundar-vd optimal ur ett agentkostnadsperspektiv. (Holmström & Milgrom 1991).

I studien har författaren valt att även undersöka hur värdet på företaget varierar beroende på vd:s relation till företaget. För att komma fram till ett resultatvärde har författaren valt att använda Tobin's q som värderingsmått. Resultaten från undersökningen visar att Tobin's Q är 28 % högre för företag med grundar-vd än för företag som inte har en grundare som vd. (Fahlenbrach 2004, 12). Det är dock viktigt att komma ihåg att företagets marknadsvärdering och aktieavkastning är två olika saker som inte går betrakta som likvärdiga. En högre marknadsvärdering enligt Tobin's q innebär alltså inte nödvändigtvis en högre aktieavkastning. Exempelvis är det fullt möjligt att ett "Small

Cap” företag presterar en högre aktieavkastning än ett ”Large Cap” företag, även om marknadsvärdet för ett ”Small Cap” företag är betydligt lägre än för ett ”Large Cap” företag, med Tobin’s q kan man mäta hur den relativa värderingen av ett företag ser ut.

Antagandet att en grundar-*vd* kan påverka företagets värde och aktieavkastning stärks då forskning tyder på att inflytelserika *vd*:er kan påverka företagets prestationsförmåga i stor utsträckning. Studien visar ändå att effekten kan vara både positiv och negativ ifall *vd*:n har stor beslutanderätt. I artikeln presenteras resultat som tyder på att *vd*:s makt att påverka företagsbeslut står i relation till större variationer i hur företaget presterar. Det lyfts fram att ett företags aktiekurs är som mest volatil då *vd*:n i företaget är en av grundarna. Det innebär att marknadsvärdet i företag där *vd*:n är grundare och har stor makt varierar mer än i andra företag. Vilket är ett tecken på högre risk, som kan förklaras med att det uppstår en bedömningsrisk i företag när enstaka individer har stort inflytande och risken för att ofördelaktiga beslut fattas ökar. (Adams, Almeida & Ferreira 2005). Trots resultaten från studien verkar det som om marknaden ändå värdesätter en grundar-*vd* högre än risken som det innebär, eftersom företag med grundar-*vd* i genomsnitt har ett högre Tobin’s q-värde än andra företag.

3.3 Finns det ett samband mellan *vd*-ägande och företagets marknadsvärdering?

För att inte enbart kontrollera för hur ägandet påverkar aktieavkastningen har jag även valt att inkludera företagets marknadsvärde. Utgångspunkten i marknadsvärde är att studera hur marknadsvärdet påverkas av att *vd* eller *so* under en längre tid har ett betydande ägande i bolaget. Page (2011) har i sin studie valt att titta närmare på sambandet mellan *vd*-ägande och marknadsvärde.

Enligt (Page 2011, 3) finns det ett tydligt samband mellan *vd*-ägande och företagets marknadsvärde. Page har undersökt börsnoterade företag i USA under perioden 1992-2007, han konstaterar att *vd*:er i genomsnitt ägde 3,6 % av företagets utestående aktier

under perioden. Majoriteten av aktierna hade vd:erna fått i form av belöning för att minska agentkostnaden och sammanföra vd:ns intressen med aktieägarnas.

I artikeln kommer författaren fram till att vd:s insats påverkar företagets marknadsvärde i stor utsträckning. Studien visar även att för varje procentenhet som vd:s ägande i företaget ökar så ökar även värdet på företaget med 0,008–0,090 %, eller 0,560–6,274 miljoner dollar. Samtidigt visar undersökningen att om vd:s ägande minskar med en procentenhet så minskar även värdet på företaget med 0,014–0,160 %, eller 0,964–11,171 miljoner dollar. Utgående från resultaten har forskarna gjort en uppskattning att företagets värde i snitt stiger med 0,079 % för varje procentenhet som vd:s ägande ökar. Genom att studera resultaten kan man dock konstatera att företagets värde påverkas mer om vd:s innehav minskar än om innehavet ökar. (Page 2011). Vilket kan ses som ett tecken på att marknaden ogillar risk och tolkar signalen kraftigare då vd:n säljer än när han köper aktier i det egna företaget.

Resultaten är inte helt entydiga, även andra faktorer påverkar resultaten. I artikeln har Page (2011, 2) kommit fram till att det inte är ändamålsenligt att enbart fokusera på sambandet mellan ägande och marknadsvärde. Han poängterar att det är viktigt att sätta fokus på vd:s insats, i artikeln skrivs det om vd:s "Effort". Studien visar att följande faktorer bör beaktas då företagets värde analyseras: vd:s insats (den beror på ägarandelen i företaget), företagets värdering och vd:s förväntan på framtida förmögenhet (Page 2011, 2). Studien visar att ju mer aktier vd:n äger desto hårdare är han villig att arbeta och dessutom är han oftare beredd att ge avkall på egen fritid t.ex. semester. Samtidigt visar studien att en förmögen vd inte är beredd att göra en lika stor insats för företaget och att ägarandelar inte fungerar lika bra som motivation om vd:n redan är förmögen. Förklaringen till det är att en förmögen vd:s längtan efter någonting annat än att maximera sin egendom oftast är större än begäret efter en ännu större förmögenhet (Page 2011, 4). Enligt Page är slutsatsen med studien att företagets värde i normala fall stiger då vd:s ägande ökar och minskar då vd:s ägande minskar. (Page 2011, 43)

Griffith (1999) har däremot valt att studera företagets värde ur ett Tobin's q perspektiv. I sin studie beaktar han hur företagets värde påverkas av vd:s ägande. Han konstaterar i sin studie att vd:s ägande har en betydande effekt på företagets värde men att funktionen inte

är monoton, utan avvikelser förekommer. Resultaten från studien visar att Tobin's q-värdet stiger då vd:n i ett företag äger 0–15 % av aktierna i företaget. Däremot svänger trenden då vd:s ägande överstiger 15 %. Studien har kommit fram till att Tobin's q-värdet sjunker då vd:s ägarandel ligger mellan 16–50 %. Då ägande överstiger 50 % visar studien att företagets värde igen ökar och kurvan får en uppåtgående trend. (Griffith 1999).

I studien poängterar Griffith att det endast är vd:s och styrelsens ägande som påverkar företagets värde i stor grad. Då han i studien undersökte hur insiderägande och operativa ledningens ägande påverkade företagets värde så kunde han inte hitta ett tydligt samband (Griffith 1999). Resultatet överensstämmer även med Kim & Lus (2011) undersökning som konstaterar att sambandet mellan avkastning och ägande bland personer med insiderinformation är som tydligast då man undersöker hur vd:s ägande påverkar aktieavkastningen.

Att företagets värde stiger då vd:s ägande befinner sig på en nivå mellan 0–15 % är helt i linje med antagandet att vd:n då tvingas till att tänka på maximering av aktieägarnas förmögenhet. (Fama 1980; Jensen & Ruback 1983) Samtidigt förklaras företagets värdeminskning då vd:s ägande överstiger 15 % med att marknaden inte kan tvinga vd:n att agera på ett visst sätt. vd:n har helt enkelt för stor kontroll över företaget och studier visar att chansen att någon skulle köpa upp företaget minskar samtidigt som ägandet överstiger 15 %. Weston (1979) konstaterar att det är väldigt ovanligt med fientliga övertaganden om någon insider i företaget äger mer än 30 %. (Griffith 1999, 5). Fientligt övertagande innebär att ett företag gör ett företagsförvärv av ett annat företag även om företaget som blir övertaget inte har godkänt uppgörelsen. I praktiken brukar övertagande företaget vända sig till aktieägarna eller försöka ersätta företagets ledning i det andra företaget för att kunna genomföra företagsförvärvet (Investopedia 2018).

Aktieägarnas och vd:ns intressen förenas igen då vd:n äger majoriteten av företaget. Förklaringen till detta enligt studien är att vd:ns egen förmögenhet då i stor grad påverkas av vad han prioriterar och vilka beslut han fattar, det leder ofta till att vd:n fokuserar på att höja värdet på företaget för att även maximera sin egen nytta. Det i sin tur leder till att aktieägarna samtidigt gynnas då man kan utgå från att det finns ett samband mellan företagets marknadsvärde och aktieavkastning. I studien lyfter författaren fram poängen

att resultaten tyder på att vd:ns drivkraft blir starkare att arbeta för att behålla företagets värde eller höja värdet då en eventuell minskning av företagets värde blir ekonomiskt märkbar för vd:ns del. En sådan situation kan uppstå då vd:n äger majoriteten av aktierna i ett företag. (Griffith 1999).

Studiens slutsats är att hypotesen om att företagets ägarstruktur påverkar marknadsvärdet stämmer. Sambandet är dock inte helt entydigt utan både en positiv och negativ effekt på företagets värde kan urskiljas. Företagets värde varierar beroende på vem som äger aktier i företaget och hur mycket någon äger. (Griffith 1999).

4 METOD

I detta kapitel beskrivs avhandlingens hypotes, val av metod, val av tidsperiod och datainsamlingsprocess. Efter det tas det i kapitlet upp olika för avhandlingen relevanta mått, avgränsningar och analysmetoder. I slutet av kapitlet behandlas avhandlingens validitet, reliabilitet och källkritik.

4.1 Hypoteser

Med den här studien vill jag undersöka om det finns ett samband mellan vd:s eller so:s ägande och företagets marknadsvärde. Det är intressant ur ett bolagsstyrningsperspektiv att analysera agentteorin och eventuellt ta i beaktande problematiken då man utvecklar styrmedel för att minimera agentkostnader som kan uppstå mellan ägare och bolagets ledning. Eftersom vd:s ägande påverkar agentkostnaden kan ägandet även fungera som ett styrmedel för att hantera agentproblematiken som eventuellt finns inom de bolag som undersöks i den här studien. Om ett samband mellan ägandet och agentproblematiken inte påträffas, fungerar det som ett bevis på att styrningsfunktionerna i de undersökta bolagen är effektiva.

I tidigare studier har det fastställts att det finns starka argument för att undersöka detta samband (Morck et al. 1988; Griffith 1999; Tong, 2008). Ägandet kan studeras från många olika synvinklar men i denna studie har jag valt att undersöka ett ägande som utgår ifrån absoluta värden. I tidigare studier har ägandet ofta kontrollerats ur ett relativt perspektiv. Genom att i denna avhandling ta fram ett sampel med andra kriterier hoppas jag kunna tillföra diskussionen flera dimensioner.

Den första hypotesen undersöker vd:s absoluta ägande och företagets marknadsvärde medan den andra hypotesen kontrollerar om det finns ett samband mellan so:s absoluta ägande och företagets marknadsvärde.

Hypotes 1

H_0 = Det finns inget samband mellan vd:s absoluta ägande och företags marknadsvärde

H_1 = Det finns ett samband mellan vd:s absoluta ägande och företags marknadsvärde

Hypotes 2

H_0 = Det finns inget samband mellan so:s absoluta ägande och företags marknadsvärde

H_2 = Det finns ett samband mellan so:s absoluta ägande och företags marknadsvärde

4.2 Val av metod

Vid val av forskningsmetod skiljer man ofta på en kvantitativ och kvalitativ metod. I de flesta fall karaktäriseras den kvantitativa metoden av numeriska data samt ett stort sampel. En sådan metod kännetecknas även ofta av en stor datainsamling med klara riktlinjer för insamlandet. Den kvalitativa metoden tenderar istället gå djupare in på problematiken med färre undersökningsobjekt. Kvalitativa metoden används ofta för att undersöka komplexa problem där forskaren själv befinner sig i den sociala verkligheten som undersöks. (Denscombe, 2000)

I den här studien används en kvantitativ metod eftersom målet är att göra studien så tillförlitlig som möjligt genom att undersöka ett stort urval av bolag. För att kunna besvara studiens frågeställning och undersöka ett stort urval av bolag, krävs en stor mängd numeriska data och därför lämpar sig en kvantitativ forskningsmetod bäst. Valet av metod stöds även av att tidigare studier inom ämnesområdet har använt sig av kvantitativa metoder för att besvara liknande frågeställningar (Morck et al. 1988; Griffith 1999; Tong, 2008).

4.3 Val av tidsperiod

I studien undersöks en tidsperiod som sträcker sig från 31.12.2014 till 31.12.2017. Tidsperioden är relevant eftersom den bör vara tillräckligt lång för att man ska kunna analysera ägandets effekt ur ett längre tidsperspektiv. Orsaken till att 31.12 har valts som dag är helt enkelt att avhandlingens metod kräver bokslutsinformation och att börsbolagens räkenskapsperioder oftast sammanfaller med kalenderåret. Tidsperioden är även vald så att informationen ska finnas att tillgå i elektroniskt format, ju längre bak i tiden man går desto svårare blir det att hitta rätt typ av information från en pålitlig källa.

4.4 Datainsamling och sampel

Företag som ingår i den här studien är bolag noterade på Helsingforsbörsen under perioden 31.12.2014–31.12.2017. Helsingforsbörsen omfattar olika typer av företag med varierande marknadsvärden. Bolag som ingår i studien har studerats under en treårsperiod med observationer vid slutet av år 2014 och slutet av år 2017. De här observationerna lämpar sig bäst för undersökningen eftersom data som behövs i studien publiceras i bolagens årsredovisningar.

I denna avhandling används publika data som grund för studien. För att kunna genomföra studien och svara på avhandlingens frågeställning har följande information samlats in: information om vem som fungerade som respektive börsbolags vd och so åren 2014 till 2017, vd:s och so:s ägande 2014, vd:s fasta lön 2014, historiska aktiekurser, dividender och bokslutsinformation för år 2017.

Data samlas in från Kauppalehti och Nasdaqs webbplatser. På Kauppalehtis webbplats är det möjligt att få tillgång till historiska aktiekurser för samtliga finska börsbolag. Historiska slutkurser för alla finska börsbolag laddas ner för dagarna 31.12.2014 och 31.12.2017 från Kauppalehtis webbplats och konverteras till Excelformat. I Excelfilen exkluderas bolag som inte fanns listade både år 2014 och 2017 eller på annat sätt inte är jämförbara och därför inte uppfyller kriterierna för data.

Kauppaliehti är en tidning som både existerar i pappersupplaga och digitalt format. Kauppaliehtis fokus ligger på ekonomiska nyheter men tidningen tillhandhåller även en hel del statistik, b.l.a. i form av aktieinformation. Tidningen grundades 1898 och ägs idag av Alma Talent Oy. Nasdaq däremot är en digital handelsplats för olika värdepapper. Nasdaq tillhandahåller även bokslutsinformation på sin webbplats för bolag noterade på företagets handelsplats, därifrån hämtas bokslutsinformation för denna avhandling.

För att bolagen ska kunna inkluderas i huvudgruppen och studeras så är det en förutsättning att bolaget varit noterat på Helsingforsbörsen under hela tidsperioden. Efter att ha analyserat aktiedata från Kauppaliehtis webbplats, kan man konstatera att de handlar om ett urval av total 116 bolag som var noterade år 2014 och som även var noterade år 2017. Bolag som har bytt namn inkluderas i urvalet om inga andra väsentliga förändringar i bolaget skett som gör ett inkluderande omöjligt.

I nästa steg undersöks bolagens årsredovisningar och företagens webbplatser besöks för att plocka ut behövliga data. I data ingår bland annat vilka som var vd i de finska börsbolagen under den studerade tidsperioden samt vilka personer som var styrelseordförande under samma tidsperiod. Dessutom sammanställs fast vd-lön, vd-äggande och so-äggande för alla bolag för år 2014. Det här är publik information som bolagen ofta presenterar i bokslutet, årsredovisningen eller på sin webbplats.

För att dela in urvalet av bolag har jag valt att sammanställa två huvudgrupper. Första huvudgruppen kallas vd-gruppen och gruppen består av bolag där vd:ns äggande år 2014 har uppgått till ett belopp som är större än två gånger vd:ns fasta årslön. Det här måttet har fastställts för att få med bolag i huvudgruppen där vd:ns äggande rimligtvis är betydande i relation till hans eller hennes personliga förmögenhet.

En börs-vd:s fasta lön år 2014 låg i medeltal på ca 400 000 euro per år. Genom att studera vd-gruppen ser man att ett äggande som överstiger en miljon euro ofta behövs för att inkluderas i huvudgruppen. Även äggande som vd:n innehar via ett bolag tas i beaktande vid granskningen av vd:ns äggande. Under studerad tidsperiod fanns det totalt 20 bolag som uppfyllde kravet för att inkluderas i vd-gruppen. Ur data kan man se att det handlar

om allt från små till stora bolag och det går alltså inte direkt att se ett tydligt samband mellan vd-gruppen och bolagens storlek.

För att utvidga avhandlingen till att inte enbart fokusera på vd:n väljer jag även att inkludera ytterligare en huvudgrupp som fokuserar på styrelseordförande och hans eller hennes aktieäggande. Den andra huvudgruppen kallas för so-gruppen. Gruppen består av bolag där samma person varit styrelseordförande i bolaget under hela den studerade tidsperioden. Ytterligare ett krav för att inkluderas i so-gruppen är att styrelseordförandes ägande i det egna bolaget år 2014 översteg en miljon euro. Med de här kriterierna påträffades 30 bolag på Helsingforsbörsen som uppfyllde kraven. För att mäta det absoluta ägandet multiplicerades aktiens slutkurs 31.12.2014 med personens aktieinnehav vid samma tidpunkt. Det här gäller både för vd- och so-gruppen.

För att kunna räkna ut approximationen av Tobin's q värdet behövs både aktieinformation och bokslutsinformation. För att beräkna Tobin's q-värdet behövs information om bolagets marknadsvärde, kortfristiga tillgångar, kortfristiga skulder, långfristiga skulder och totala tillgångar. Samtliga uppgifter samlas in per 31.12.2017. Företagens marknadsvärden beräknas baserat på information från Kauppalehti medan bokslutsinformationen hämtas från Nasdaqs webbplats. I samplet har tre bolag, Sotkamo Silver, SSAB och Telia Company, redovisat sina bokslutsuppgifter i svenska kronor. För att göra uppgifterna jämförbara omvandlar jag siffrorna till euro med hjälp av valutakurs per 31.12.2017.

Av hela studiens sampel var det endast två bolag som inte redovisade bokslutsinformation via Nasdaq. Orsaken till det här är att det skett strukturella förändringar i bolagen och därför exkluderas dessa bolag från samplet vid uträkningen av Tobin's q. Även banker och finansiella institut utesluts ur samplet eftersom de sällan redovisar kortfristiga skulder. I de fall där uppgifterna fanns att tillgå har de genererat orimligt låga Tobin's q värden. Det här leder till ett problem och snedvrider resultaten och därför exkluderas banker och finansiella institut. I tidigare studier av samma typ har banker och finansiella institut uteslutits ur samplet av samma orsak, vilket ger stöd för beslutet.

4.5 Avkastning

För att kunna mäta aktieavkastningen per bolag blir det viktigt att ta i beaktande eventuella företagshändelser som skett under tidsperioden som undersöks. Speciellt händelser som gör att slutkursen för år 2017 inte går att jämföra med slutkursen för år 2014. Bland bolagen finns det några som har utfört aktiesplit och omvänd aktiesplit av sin aktiestock. Det här beaktas vid uträknandet av aktieavkastningen.

För att kunna räkna ut den totala aktieavkastningen för båda huvudgrupperna blir det även nödvändigt att ta i beaktande eventuella dividender under åren 2015–2017. Eventuella dividender läggs till slutkursen för bolagen 31.12.2017 för att möjliggöra uträknandet av bolagens totala avkastning under tidsperioden. Som jämförelseindex fungerar OMXHGI, vilket är ett index som tar i beaktande den totala aktieavkastningen. Indexet tar i beaktande dividender genom att direkt återinvestera dem. I det avseendet skiljer sig studiens använda avkastningsformeln från jämförelseindex. Använd formel återinvesterar inte omgående eventuella dividender, dividenderna läggs istället till i slutet av perioden och dividendernas ränta på ränta effekt uteblir därmed. Det kan argumenteras för att huvudgruppernas avkastning för tidsperioden hade varit ännu högre om dividenderna hade återinvesterats omgående, eftersom aktiemarknaden som helhet haft en positiv avkastning under den studerade tidsperioden. Det här indikerar att formeln inte snedvrider resultaten till huvudgruppens fördel utan tvärtom, vilket gör att formeln kan anses vara tillräckligt ändamålsenlig för att besvara avhandlingens frågeställning.

För avhandlingen är det intressant att beräkna avkastningen i slutet av perioden för att se om det förekommer skillnader i avkastning mellan bolag som ingår i huvudgrupperna jämfört med jämförelseindex.

Följande formel används för att beräkna den totala aktieavkastningen:

$$\text{Total aktieavkastning} = \frac{(\text{Aktiekurs}_2 + \text{Dividender} - \text{Aktiekurs}_1)}{\text{Aktiekurs}_1}$$

där

Total aktieavkastning = Aktieavkastning under en viss tidsperiod med beaktande av eventuella dividender

Aktiekurs₂ = Aktiekurs vid sluttidpunkt

Aktiekurs₁ = Aktiekurs vid starttidpunkt

Dividender = Eventuella dividender under tidsperioden

Med den ovanstående formeln kan man räkna ut aktieavkastningen för en viss tidpunkt i enskilda noterade aktiebolag. För att kunna jämföra huvudgruppernas avkastning med index behöver man även räkna ut ett medeltal för aktieavkastningen i respektive huvudgrupp. De här görs separat för båda huvudgrupperna. Först adderas avkastningarna för samtliga bolag i huvudgruppen och sedan divideras summan med antal bolag som ingår i gruppen. Då får man gruppens genomsnittliga avkastning för tidsperioden.

4.6 Överavkastning

För att kunna besvara om ägandet påverkar marknadsvärdet blir det aktuellt att räkna ut överavkastningen. Studien undersöker hur huvudgrupperna presterat i relation till jämförelseindex. Som jämförelseindex i studien används OMXHGI. Med överavkastning i den här studien avses en avkastning som överstiger OMXHGI-indexets avkastning för tidsperioden. Om huvudgruppens genomsnittliga avkastning överstiger jämförelseindexets avkastning, kan man tala om att huvudgruppen har genererat en överavkastning sett till jämförelseindex. Om avkastning jämfört med index är negativ så har huvudgruppen i genomsnitt avkastat sämre än jämförelseindex. Om skillnaden i avkastning är noll så har huvudgruppen uppnått samma avkastning som jämförelseindex.

Följande formel används för att beräkna överavkastning:

$$\text{Överavkastning} = \text{Huvudgruppens avkastning} - \text{Indexavkastning}$$

där

Överavkastning = Skillnaden mellan huvudgruppen genomsnittliga avkastning och jämförelseindexets avkastning

Huvudgruppens avkastning = Den genomsnittliga avkastningen för huvudgruppen under en viss tidsperiod

Indexavkastning = Jämförelseindexets avkastning för en viss tidsperiod

4.7 Statistisk analys

För att kunna besvara avhandlingens frågeställning kommer även statistisk analys att användas som tillvägagångssätt. I avhandlingen tillämpas följande statistiska test: Oberoende T-testet, Kolmogorov-Smirnov testet och Shapiro-Wilk testet. Samtliga test utförs i programmet SPSS och samplet utgörs av Tobin's q värden som beräknats med formeln presenterad i kapitel 2.3.2 Approximation av Tobin's q.

Med de olika statistiska testerna kan man analysera egenskaper och skillnader inom de undersökta samplen. I avhandlingen används det oberoende T-testet för att undersöka om det förekommer signifikanta skillnader mellan huvudgruppernas och jämförelsegruppens Tobin's q värden. De statistiska testen används som verktyg för att analysera om avhandlingens hypoteser kan förkastas eller bekräftas.

Med T-testet undersöks först om huvudgruppens och jämförelsegruppens medeltal skiljer sig från varandra eller är lika. Det här brukar beskrivas genom följande formel:

$$H_0 : \mu_1 = \mu_2$$

$$H_1 : \mu_1 \neq \mu_2$$

Formeln visar att nollhypotesen uppfylls om det inte förekommer skillnader mellan huvudgruppens och jämförelsegruppens medeltal. I formeln representeras huvudgruppens medeltal av μ_1 och jämförelsegruppens medeltal av μ_2 . Om skillnader i gruppernas medeltal förekommer uppfylls kravet för hypotes 1. Med hjälp av T-testet analyseras ytterligare om resultaten är signifikanta och till vilken grad. Före ett signifikanstest kan utföras måste spridningen inom grupperna undersökas, vilket görs med Levene's test. Då man vet hur spridningen inom samplet ser ut kan man med ett signifikanstest ta ställning till om skillnaden beror på slump i urvalet eller om skillnaden gäller hela samplet. (Djurfelt & Larsson, 2003; Bryman & Cramer, 2011)

För att bilda sig en uppfattning om samplets fördelning utförs normalfördelningstest. I denna avhandling utförs två normalfördelningstest för att säkerställa att resultaten är tillförlitliga. Först utförs Kolmogorov-Smirnov testet och sedan Shapiro-Wilk testet. Med hjälp av testerna fås både fram ett diagram som visuellt beskriver hur samplets fördelning ser ut samt statistisk information för samplet. Resultaten från testen visar olika värden för samplet som undersöks, bland annat samplets medeltal, standardavvikelse och antalet observationer. Viktigaste informationen från testen är naturligtvis signifikansvärdet som berättar huruvida samplet är normalfördelat eller inte. Eftersom Kolmogorov-Smirnov testet är känsligt för avvikelser och främst är anpassat för större datamängder (>2000 observationer) så utförs även Shapiro-Wilk testet. Shapiro-Wilk testet är att föredra om antalet observationer som undersöks är färre än 2000 stycken, vilket är fallet i den här studien. (Massey, 1951; Shapiro & Wilk, 1965).

Även om båda normalitetstesterna undersöker samma sak så skiljer sig testernas tillvägagångssätt. Kolmogorov-Smirnov testet grundar sig på en mätning av den största

differensen mellan en sorterad sekvens av tal över ett visst intervall och deras förväntade fördelning. På så vis fås samplets maxdistans fram, som kan jämföras mot en signifikanstabell för att avgöra om samplet är normalfördelat eller inte. (Massey, 1951)

Formeln kan beskrivas enligt följande:

$$D = \text{Maximum}|F_0(X) - F_r(X)|$$

Tillvägagångssättet för Shapiro-Wilk testet är mer komplicerat, testet utgår ifrån något som kallas sorterade observationer. Testet undersöker om samplet som undersöks har egenskaper som härstammar från en normalfördelning. Formeln för Shapiro-Wilk testet räknar ut ett värde genom att ta i beaktande värden från både det undersökta samplet och ett normalfördelat sampel. Kovarians, varians och medelvärden från ett normalfördelat sampel beaktas i Shapiro-Wilk formeln. På det här sättet kan man med formeln få fram ett signifikansvärde med vilket man kan avgöra om det undersökta samplet är normalfördelat eller inte. Det bör poängteras att resultaten för testet påverkas av samplets storlek, ju större ett sampel är desto troligare är det att samplet är normalfördelat då man undersöker med Shapiro-Wilk testet. (Shapiro & Wilk, 1965)

4.8 Kontroll av risk

I studien undersöks inte huvudgruppernas risknivåer. Gruppernas risk kunde mätas på något sätt för att få en bättre bild av om risken i medeltal skiljer sig mellan de olika grupperna i studien. Risken kunde till exempel kontrolleras genom att analysera gruppernas betatal, skuldsättningsgrad eller annat ändamålsenligt nyckeltal. Jag har valt att i studien inte beakta gruppernas risknivå eftersom jag inte anser det troligt att risknivån skulle ha påverkat studiens slutresultat. Skillnader i huvudgruppernas risknivå är någonting som kunde undersökas i fortsatta studier.

4.9 Validitet och reliabilitet

Validiteten i en studie lyfter fram förmågan att mäta det forskaren tänkt mäta. I den här studien blir validiteten att undersöka om vd:s eller so:s ägande påverkar ett företags marknadsvärde. Inom validitet kan man skilja på inre och yttre validitet. Inre validitet fokuserar på att de begrepp som undersökningen tänkt mäta även stämmer överens med den definition begreppet har. Yttre validiteten innebär att undersöka om det finns möjlighet att generalisera studiens resultat för andra liknande undersökningsobjekt. (Svenning, 1999)

I studien kan resultaten komma att påverkas av att det delvis används sekundära källor. Trots det anser jag att insamlat data håller hög nivå och är tillförlitligt eftersom största delen av data är reviderat av revisorer. Därmed bör användning av sekundära källor i den här avhandlingen inte ha någon större negativ effekt på avhandlingens resultat. Positivt med att den insamlade informationen långt består av siffror är att objektiviteten förblir hög då egna tankar inte kan påverka insamlade data.

I den här studien används T-testet för att mäta det som studien avser mäta. Med testet är syftet att undersöks om det finns statistiska skillnader i gruppernas medeltal med avseende på approximationen av Tobin's q. Det förekommer svårigheter att hitta en modell som exakt skulle beskriva sambandet mellan ägande och företags marknadsvärde i verkligheten. Jag anser dock att avhandlingens modell är ändamålsenlig för att kunna besvara studiens hypoteser.

För att mäta företags marknadsvärde har jag utöver aktieavkastningen även använt approximationen av Tobin's q (Chung & Pruitt, 1994). Approximationen motsvarar till 96,6 % resultaten från den ursprungliga modellen av Tobin's q (Lindenberg & Ross, 1981). I denna avhandling var det rationellt att välja approximationen av Tobin's q som mått eftersom information som behövs finns att tillgå elektroniskt samt att liknande tidigare studier även har tillämpat samma approximation (Morck et al., 1988), (Griffith, 1999).

Avhandlingens yttre validitet utgörs bland annat av val av målgrupp, avgränsning av population och antal observationer (Svenning, 1999). Jag anser att studiens resultat till viss del går att generalisera på bolag med liknande kriterier, dock kan missvisande resultat fås om bolagens kapitalstruktur skiljer sig mycket såsom i till exempel banker och finansiella institut. För banker och finansiella institut kan Tobin's q värdet bli ovanligt lågt eller högt. Därför går resultaten inte att generalisera för samtliga börsnoterade bolag i Finland.

Studiens reliabilitet kontrollerar huruvida studiens resultat är trovärdiga och tillförlitliga. Med reliabilitet vill man säkerställa att om inga förändringar skedde i populationen, syftet och metoden så ska en motsvarande undersökning ge liknande resultat (Svenning, 1999). Därför är det viktigt i en kvantitativ undersökning att datainsamlingen är konsekvent och korrekt. För att säkerställa att bokslutsinformationen som hämtats från Nasdaqs databas motsvarar bolagens årsredovisning har stickprov tagits. Inga fel har påträffats via stickprov och därför har man kunnat konstatera att informationen är tillförlitlig. Det är även viktigt att uträkningen av approximation för Tobin's q är konsekvent. För att säkerställa att så varit fallet har samma formel i Excel använts för att räkna ut samtliga Tobin's q värden och det här tyder på att studien håller en hög reliabilitet.

4.10 Källkritik

Det är grundläggande i en studie att forskaren kritiskt granskar de använda källorna. Det är viktigt att källornas kvalitet och ursprung är kända (Jacobsen, 2002). Jag konstaterar att den här studiens källkritik säkerställts genom en noggrann och konsekvent arbetsprocess. Eftersom studien i stor utsträckning bygger på sekundärkällor är vikten av källkritik ännu större.

Som tidigare nämnts har största delen av insamlade data hämtats från företagens årsredovisningar, Kauppalehti och Nasdaq. Företagets årsredovisning som publiceras på företagets webbplats ska hålla hög kvalitet och vara en pålitlig källa. Källans pålitlighet stärks av att årsredovisningar har granskats av auktoriserade revisorer som godkänt uppgifternas tillförlitlighet. Data som inte har varit möjliga att hämta från

årsredovisningar har inhämtats från Kauppalehtis eller Nasdaqs webbplats. Data som insamlats från sekundärkälla så som Nasdaqs webbplats har testats genom stickprov mot årsredovisningar för att minimera risken för felaktigheter i data. På det sättet har jag kunnat säkerställa att olika nyckeltal som använts vid uträkningarna av Tobin's q till väsentliga delar är tillförlitliga.

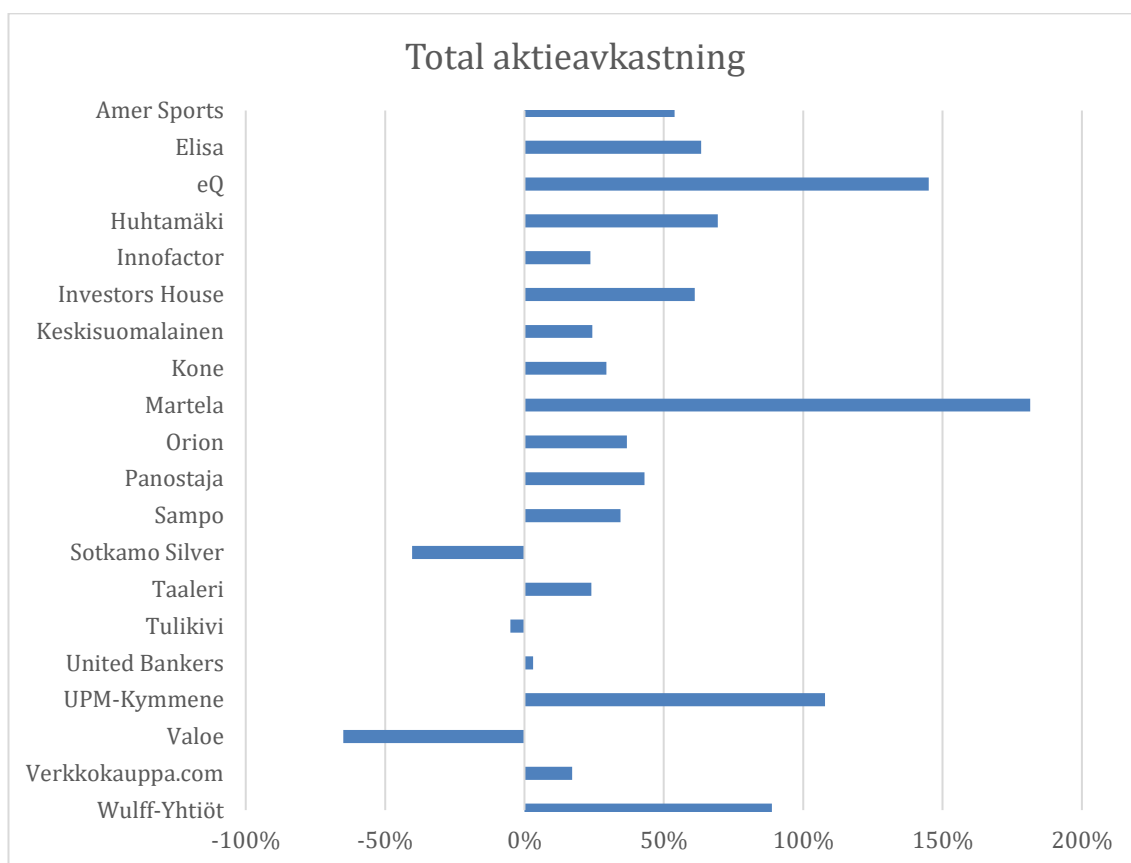
Studiens val av metod och statistiska undersökning bygger till stor del på tidigare studier. Behandlade teorier och kapitlet om tidigare studier grundar sig huvudsakligen på tidigare studier utförda av väl erkända forskare vilket bör höja studiens tillförlitlighet.

5 RESULTAT

5.1 Aktieavkastning

Urvalsmetoden för data som används i studien har genererat ett sampel som består av totalt 116 börsbolag, av dessa bolag är det 20 bolag som uppfyller kraven för vd-gruppen och 30 bolag som uppfyller kraven för so-gruppen. Aktieavkastningen för både vd-gruppen och so-gruppen beräknas genom att beakta eventuella dividender.

Aktieavkastningen har i medeltal varit 44,8 % för vd-gruppen under tidsperioden 31.12.2014 – 31.12.2017. Under motsvarande tidsperiod har OMXHGI indexet avkastat 36,6 %. Utgående från de här resultaten kan konstateras att vd-gruppen har avkastat bättre än OMXHGI och att överavkastningen för vd-gruppen gentemot OMXHGI under tidsperioden varit totalt 8,2 %. Medianen för vd-gruppen var 35,6 %. Sämsta aktieavkastningen i vd-gruppen hade Valoe med en negativ avkastning på -65 %. Bäst i gruppen avkastade Martela med 181,4 %. I vd-gruppens sampel fanns det totalt fyra bolag som hade en negativ avkastning medan resten av bolagen uppvisade en positiv avkastning. Figur 3 och Tabell 1 nedan illustrerar vilka bolag som ingår i vd-gruppen samt totalavkastningen för vd-gruppen per bolag. Tabell 2 presenterar nyckeltal för vd-gruppen.



Figur 3: Översikt över vd-gruppens totala aktieavkastning under den undersökta tidsperioden.

Vd-gruppen	Total avkastning
<i>Amer Sports</i>	53,9 %
<i>Elisa</i>	63,4 %
<i>eQ</i>	145,0 %
<i>Huhtamäki</i>	69,4 %
<i>Innofactor</i>	23,7 %
<i>Investors House</i>	61,1 %
<i>Keskisuomalainen</i>	24,3 %
<i>Kone</i>	29,4 %
<i>Martela</i>	181,4 %
<i>Orion</i>	36,7 %
<i>Panostaja</i>	43,0 %
<i>Sampo</i>	34,5 %
<i>Sotkamo Silver</i>	-40,3 %
<i>Taaleri</i>	24,0 %
<i>Tulikivi</i>	-5,0 %
<i>United Bankers</i>	3,1 %
<i>UPM-Kymmene</i>	107,9 %
<i>Valoe</i>	-65,0 %
<i>Verkkokauppa.com</i>	17,2 %
<i>Wulff-Yhtiöt</i>	88,8 %
OMXHGI - Total return index (Average)	36,6 %

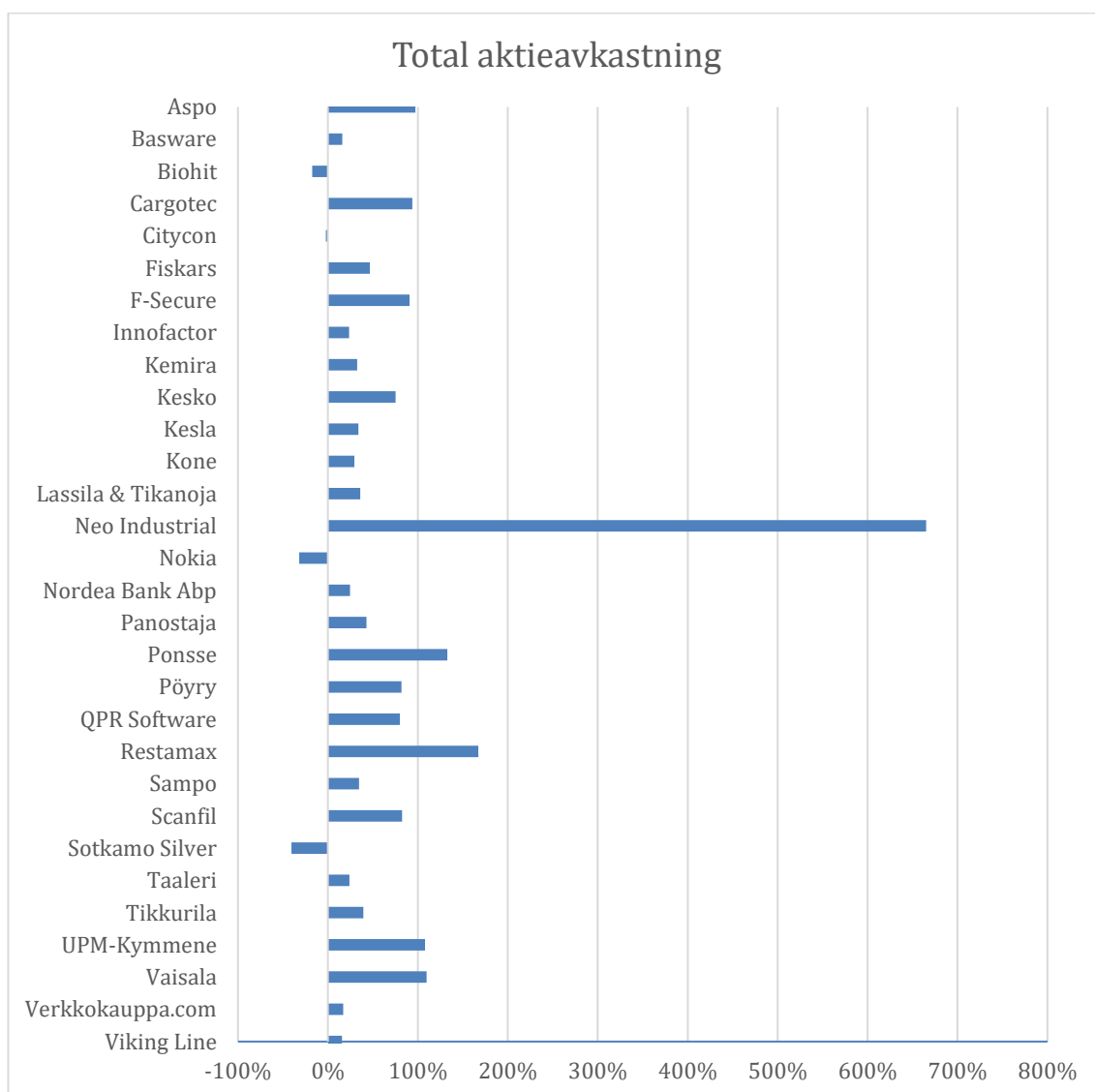
Tabell 1: Översikt över vilka bolag som ingår i vd-gruppen samt respektive bolags totala aktieavkastning under den undersökta tidsperioden.

Vd-gruppen	31.12.2014 – 31.12.2017
<i>Medelavkastning</i>	44,8 %
<i>Median</i>	35,6 %
<i>Max</i>	181,4 %
<i>Min</i>	-65,0 %
<i>OMXHGI</i>	36,6 %
<i>Överavkastning</i>	8,2 %

Tabell 2: Nyckeltal för vd-gruppen

Under motsvarande tidsperiod hade so-gruppen avkastat i medeltal 70,3 %. OMXHGI indexet används även i det här fallet för att räkna ut eventuell överavkastning. För so-gruppen var överavkastningen under tidsperioden hela 33,7 % gentemot OMXHGI. Medianen för so-gruppen låg på 37,7 %. Det kan konstateras att medianen för so-gruppen skiljer sig mycket mer från medeltalet än i vd-gruppen, vilket tyder på att avkastningarna i so-gruppen haft större spridning än i vd-gruppen. Bland so-gruppen var det Sotkamo Silver som hade den sämsta utvecklingen, bolaget hade en negativ avkastning på -40 %. Bäst avkastade Neo Industrial som hade en avkastning på 665 %. Endast fyra bolag i so-gruppen hade en negativ avkastning, resten av bolagen i gruppen hade en positiv avkastningen under tidsperioden.

Figur 4 och Tabell 3 nedan redogör för hur aktieavkastningen har sett ut per bolag för bolagen som ingår i so-gruppen, samt hur jämförelseindex har utvecklats under samma tidsperiod. För att ge en bättre helhetsbild av situationen presenteras några nyckeltal i tabell 4.



Figur 4: Översikt över so-gruppens totala aktieavkastning under den undersökta tidsperioden.

So-gruppen	Total avkastning
<i>Aspo</i>	97,4 %
<i>Basware</i>	16,0 %
<i>Biohit</i>	-17,5 %
<i>Cargotec</i>	93,7 %
<i>Citycon</i>	-2,1 %
<i>Fiskars</i>	46,7 %
<i>F-Secure</i>	90,7 %
<i>Innofactor</i>	23,7 %
<i>Kemira</i>	32,5 %
<i>Kesko</i>	75,4 %
<i>Kesla</i>	33,8 %
<i>Kone</i>	29,4 %
<i>Lassila & Tikanoja</i>	35,9 %
<i>Neo Industrial</i>	665,2 %
<i>Nokia</i>	-32,0 %
<i>Nordea Bank Abp</i>	24,6 %
<i>Panostaja</i>	43,0 %
<i>Ponsse</i>	132,8 %
<i>Pöyry</i>	82,0 %
<i>QPR Software</i>	80,2 %
<i>Restamax</i>	167,4 %
<i>Sampo</i>	34,5 %
<i>Scanfil</i>	82,5 %
<i>Sotkamo Silver</i>	-40,3 %
<i>Taaleri</i>	24,0 %
<i>Tikkurila</i>	39,5 %
<i>UPM-Kymmene</i>	107,9 %
<i>Vaisala</i>	109,8 %
<i>Verkkokauppa.com</i>	17,2 %
<i>Viking Line</i>	15,7 %
OMXHGI – Total return index (Average)	36,6 %

Tabell 3: Översikt över vilka bolag som ingår i so-gruppen samt respektive bolags totala aktieavkastning under den undersökta tidsperioden.

So-gruppen	31.12.2014 – 31.12.2017
Medelavkastning	70,3 %
Median	37,7 %
Max	665,2 %
Min	-40,3 %
OMXHGI	36,6 %
Överavkastning	33,7 %

Tabell 4: Nyckeltal för so-gruppen

5.2 Prestation enligt Tobin's q

För att öka studiens tillförlitlighet har jag valt att även undersöka hur ägandet påverkar marknadsvärdet sett ur Tobin's q perspektiv. Bland det ursprungliga samplet på 116 bolag är det endast två bolag som inte direkt går att inkludera i samplet, det är bolagen Lemminkäinen och Affecto. Eftersom det i både Lemminkäinen och Affecto har skett strukturella förändringar under studerad tidsperiod så saknas bolagens redovisningsuppgifter på Nasdaqs webbplats (Nasdaq, 2018).

I första skedet beräknas Tobin's q värdet för samtliga 114 bolag med hjälp av formeln som presenterades i kapitel 2.3.2. Eftersom resultaten omfattar bolag med osannolikt höga eller låga Tobin's q värden så exkluderas bolag som uppvisar extremvärden. Bolagen som exkluderas är bland annat Tulikivi, Saga Furs, eQ, Revenio Group och traditionella banker. Efter att ha exkluderat dessa bolag består hela samplet av totalt 105 bolag. Av dessa bolag ingår 17 i vd-gruppen och 28 i so-gruppen. Ur vd-gruppen faller bolagen Tulikivi, eQ och Sampo bort. I so-gruppen exkluderas Nordea och Sampo.

Tobin's q medeltalet för hela jämförelsegruppen med 105 bolag är 1,201. Medan motsvarande värde för vd-gruppen är 1,644 och 1,455 för so-gruppen. För att få en bättre bild av resultaten så beräknas även medianen för de olika grupperna. Medianen för jämförelsegruppen är 0,920. Max och min värdet för jämförelsegruppen är 3,626 samt 0,188. För vd-gruppen är medianen 1,548 och för so-gruppen 1,141. Efter att ha jämfört

huvudgruppernas värden med jämförelsegruppen kan det konstateras att båda huvudgrupperna i medeltal hade ett högre Tobin's q värde än jämförelsegruppen. I tabellerna nedan illustreras Tobin's q värdena för de olika grupperna tydligare.

Vd-gruppen	Approximation av Tobin's q
<i>Amer Sports</i>	1,548
<i>Elisa</i>	2,472
<i>Huhtamäki</i>	1,623
<i>Innofactor</i>	0,592
<i>Investors House</i>	0,835
<i>Keskisuomalainen</i>	0,603
<i>Kone</i>	2,767
<i>Martela</i>	0,873
<i>Orion</i>	3,626
<i>Panostaja</i>	0,682
<i>Sotkamo Silver</i>	1,898
<i>Taaleri</i>	1,126
<i>United Bankers</i>	2,937
<i>UPM-Kymmene</i>	1,247
<i>Valoe</i>	1,557
<i>Verkkokauppa.com</i>	2,884
<i>Wulff-Yhtiöt</i>	0,673
OMXHGI – Total return index (Average)	1,201

Tabell 5: Tabell över Tobin's q-värden för vd-gruppen

So-gruppen	Approximation av Tobin's q
Aspo	1,155
Basware	3,395
Biohit	1,846
Cargotec	0,794
Citycon	0,858
Fiskars	0,735
F-Secure	3,217
Innofactor	0,592
Kemira	0,846
Kesko	0,641
Kesla	0,238
Kone	2,767
Lassila & Tikanoja	1,386
Neo Industrial	0,731
Nokia	0,445
Panostaja	0,682
Ponsse	1,974
Pöyry	0,810
QPR Software	3,069
Restamax	1,601
Scanfil	0,848
Sotkamo Silver	1,898
Taaleri	1,126
Tikkurila	2,413
UPM-Kymmene	1,247
Vaisala	1,968
Verkkokauppa.com	2,884
Viking Line	0,573
OMXHGI – Total return index (Average)	1,201

Tabell 6: Tabell över Tobin's q-värden för so-gruppen

Grupp	Tobin's q (Medeltal)	Tobin's q (Median)
<i>Vd-grupp</i>	1,644	1,548
<i>So-grupp</i>	1,455	1,141
<i>Jämförelsegrupp</i>	1,201	0,920

Tabell 7: Nyckeltal för hur Tobin's q-värdet skiljer sig mellan de undersökta grupperna.

5.2.1 Statistisk analys av Tobin's q

För att kontrollera resultaten från Excel analysen undersöks data med programmet SPSS. Data är redan anpassat till SPSS eftersom extremvärden har uteslutits. Den främsta orsaken till att vissa bolag behövde exkluderas ur samplet var att deras redovisade bokslutsuppgifter skiljer sig från resten av gruppen och därför snedvrider Tobin's q värdet, det här gäller speciellt traditionella banker.

I den här avhandlingen blir det intressant att se om medelvärdesskillnaderna för Tobin's q är slumpmässiga eller om man med hög sannolikhet kan säga att skillnaden kan förklaras genom ägande. Ett ändamålsenligt test för det här är T-testet. I avhandlingen används ett så kallat oberoende T-test då man vill mäta om det finns skillnader i två gruppers medelvärden som har uppmätts vid samma tidpunkt. T-testet har presenterats mer ingående i kapitel 4.7.

För vd-gruppen visar T-testet först en helhetsöversikt över samplet. I samplet finns det 17 vd:er som äger betydande i det egna bolaget och 88 stycken som inte gör det, totalt 105 bolag finns med i samplet. Medeltalet för Tobin's q bland de som äger betydande är 1,64 medan motsvarande värde för gruppen som inte äger är 1,12. Standardavvikelsen är för vd-gruppen 0,97 och för jämförelsegruppen 0,69 samtidigt som medelfelen är 0,23 respektive 0,07. Vidare berättar Levene's värdet hur spridningen inom grupperna ser ut. Ett Levene's värde som är ($p < .05$) berättar att gruppernas spridning inte är densamma.

Eftersom Levene's värdet för vårt sampel är 0,031 så blir det aktuellt att undersöka raden "Equal variances not assumed" då man kollar signifikansen. Vidare analyseras sedan kolumnen "Sig. (2-tailed)" som testar om medelvärdesskillnaden som beskrivs i "Mean Difference" är signifikant. Om värdet är lägre eller lika med 0,050 så är skillnaden signifikant med 95 % säkerhet. Det här innebär att skillnaden jag hittat i urvalet med 95 % sannolikhet även återfinns i en liknande större population. Eftersom Sig. (2-tailed) värdet för samplet är 0,044 säger T-testet att skillnader i Tobin's q värdet mellan våra grupper är signifikant. Ytterligare visar resultaten från T-testet att det observerade t-värdet är -2,15 och df-värdet, eller antalet frihetsgrader är 19,26. Tabellen nedan beskriver resultatet av T-testet.

T-Test

Group Statistics									
		Huvudgrupp VD	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean			
Approximation av Tobin's q	0		88	1.11570158	.687804963	.073320255			
	1		17	1.64382556	.965057927	.234060928			

Independent Samples Test									
		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means					
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference Lower Upper
Approximation av Tobin's q	Equal variances assumed	4.798	.031	-2.702	103	.008	-.52812399	.195448708	-.91575040 -.14049757
	Equal variances not assumed			-2.153	19.260	.044	-.52812399	.245276125	-1.0410241 -.01522387

Tabell 8: Resultaten av T-testet för vd-gruppen

Motsvarande test görs även för so-gruppen. I samplet ingår 28 bolag där styrelseordförande innehar ett betydande ägande och 77 bolag där styrelseordförandes ägande inte är betydande. Likt vd-gruppen kan man konstatera att approximationen av Tobin's q värdet i medeltal är högre för de bolag där styrelseordförandes ägande är betydande. Tobin's q medeltalet för bolag där styrelseordförande äger en betydande andel är 1,46 och 1,11 för bolagen där styrelseordförandes ägande inte är betydande.

Standardavvikelsen för so-gruppen är 0,93 och 0,67 för jämförelsegruppen, medelfelen är 0,18 för so-gruppen och 0,08 för jämförelsegruppen.

För so-gruppen tyder Levene's sig.-värde på 0,006 att spridningen inom grupperna inte är densamma. Därför blir raden "Equal variances not assumed" aktuell för samplets resultat. Sig. (2-tailed) värdet för so-gruppen är ,080 vilket betyder att skillnaderna i Tobin's q värdet mellan grupperna inte är signifikanta. Resultaten från T-testet visar att det observerade t-värdet är -1,80 och antalet frihetsgrader är 37,53.

T-Test

Group Statistics									
		Huvudgrupp SO	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean			
ApproximationavTobin's q	0		77	1.10888289	.668781249	.076214697			
	1		28	1.45509968	.934507209	.176605262			

Independent Samples Test									
		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means					
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference
									Lower Upper
ApproximationavTobin's q	Equal variances assumed	7.983	.006	-2.098	103	.038	-.34621679	.164989305	-.67343416 -.01899942
	Equal variances not assumed			-1.800	37.531	.080	-.34621679	.192348898	-.73576666 .043333084

Tabell 9: Resultaten av T-testet för so-gruppen

För att testa om avhandlingens sampel är normalfördelat utförs både Kolmogorov-Smirnov och Shapiro-Wilk testet i SPSS programmet. Normalfördelningstesterna har mer ingående presenterats i avhandlingens metodavsnitt under kapitel 4.7. Testerna utförs med en signifikansnivå på 5 %, det här innebär att om signifikansnivån är under 5 % så är samplet inte normalfördelat. Normalfördelningstesternas resultat tyder på att använda data inte är normalfördelat och signifikansnivån är lägre än 5 %. Det här är ett relativt vanligt fenomen vid hantering av finansiella data. Signifikansvärdet "Asymp. Sig. (2-tailed)" för Kolmogorov-Smirnov är 0,000.

Resultaten från Kolmogorov-Smirnov testet visar att samplets storlek är 105 stycken observationer och att samplets medelvärde är 1,20 med en standardavvikelse på 0,76. Samplets största skillnader är 0,158 och -0,091. Kolmogorov-Smirnov testets resultat kan sammanfattas som, $D(105) = 0,158$, $p = 0,000$.

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Approximativ onavTobin'sq
N		105
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	1.20120736
	Std. Deviation	.759762398
Most Extreme Differences	Absolute	.158
	Positive	.158
	Negative	-.091
Test Statistic		.158
Asymp. Sig. (2-tailed)		.000 ^c

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

c. Lilliefors Significance Correction.

Tabell 10: Test av samplets normalfördelning med Kolmogorov-Smirnov-testet

Genom att betrakta Shapiro-Wilk testets resultat framgår det att testet ger mer information om samplet än Kolmogorov-Smirnov testet. Även om man kan konstatera att flera värden som t.ex. medelvärde, standardavvikelse och antal observationer presenteras i båda testen så får man med hjälp av Shapiro-Wilk testet en bättre helhetsbild av samplet. I Shapiro-Wilk testets resultat presenteras samplets median (0,92), varians (0,58), standardavvikelse (0,76), extremvärden (0,19 och 3,6), skevhet (1,2), kurtosis (1,0) samt andra relevanta värden för det undersökta samplet. Enligt Shapiro-Wilk testet är samplet inte normalfördelat och testets resultat kan beskrivas som, $D(105) = 0,887$, $p = 0,000$.

Eftersom T-tester ger trovärdiga resultat även om samplet inte är normalfördelat anses samplets fördelning inte påverka avhandlingens slutresultat. Normalfördelningstesterna har utförts för att ge läsaren en bättre bild av hur samplets fördelning ser ut. Nedan beskrivs normalfördelningstesternas resultat närmare både genom tabell och diagram.

Descriptives

			Statistic	Std. Error
ApproximationavTobin's q	Mean		1.20120736	.074145218
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	1.05417462	
		Upper Bound	1.34824011	
	5% Trimmed Mean		1.14190174	
	Median		.919739081	
	Variance		.577	
	Std. Deviation		.759762398	
	Minimum		.188284986	
	Maximum		3.62614206	
	Range		3.43785707	
	Interquartile Range		.910553777	
	Skewness		1.220	.236
	Kurtosis		1.037	.467

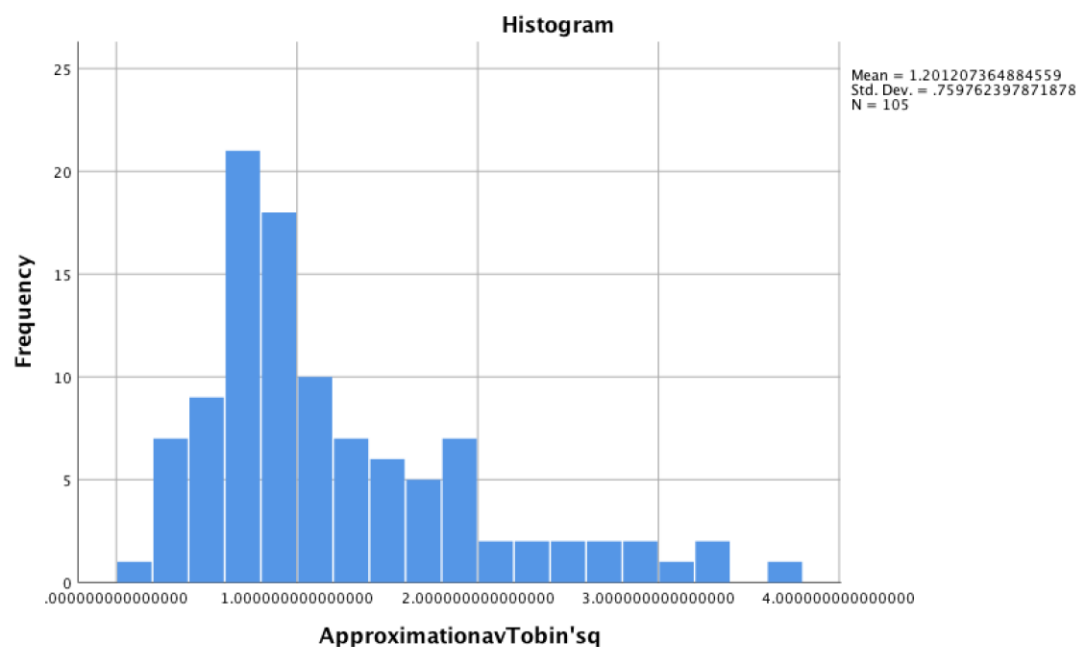
Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
ApproximationavTobin's q	.158	105	.000	.887	105	.000

a. Lilliefors Significance Correction

Tabell 11: Test av samplets normalfördelning med Shapiro-Wilk-testet

ApproximationavTobin'sq



Figur 5: Illustrerande diagram över samplets normalfördelning

6 SAMMANFATTNING OCH DISKUSSION

6.1 Sammanfattning

Syftet med denna avhandling var att undersöka om det existerar ett samband mellan verkställande direktörens eller styrelseordförandes ägande och företagets marknadsvärde. För att besvara avhandlingens frågeställning har sambandet undersökts både ur aktieavkastnings- och värderingsperspektiv. I avhandlingen har en kvantitativ forskningsmetod tillämpats och den teoretiska referensramen har utgjorts av den effektiva marknadsteorin, agentteorin och Tobin's q .

För att kunna undersöka sambandet har det först samlats in data och uppgifter som behövdes för att genomföra studien. För genomförandet av studien krävdes information om ägande, aktiekurser och bokslutsinformation. Efter att ha samlat in data kunde två huvudgrupper skapas. Första huvudgruppen kallades vd-gruppen och i gruppen ingick bolag där vd:ns ägande i bolaget var betydande. I denna studie innebar ett betydande ägande för vd-gruppen ett absolut belopp som översteg två gånger vd:ns fasta årslön. Andra huvudgruppen gick under namnet so-gruppen och där ingick på motsvarande sätt som i vd-gruppen bolag där styrelseordförandes ägande i bolaget var betydande, vilket definierades som ett ägande som översteg en miljon euro.

Vid undersökning av marknadsvärdet ur ett värderingsperspektiv användes Tobin's q , jämförelsegruppen bestod av de bolag i studiens sampel som inte ingick i undersökt huvudgrupp. Huvudgruppernas Tobin's q medeltal jämfördes sedan med jämförelsegruppernas Tobin's q medeltal för att upptäcka eventuella skillnader och besvara avhandlingens hypoteser. För att undersöka huvudgruppernas marknadsvärde ur ett aktieavkastningsperspektiv beräknades huvudgruppernas aktieavkastningar för studerad tidsperiod. Huvudgruppernas aktieavkastningar jämfördes sedan med jämförelseindexet OMXHGI för att kunna ta ställning till om vd:s eller so:s ägande påverkar företagets marknadsvärde.

Ur studiens resultat framgår det att både vd-gruppen och so-gruppen i medeltal har avkastat bättre än jämförelseindexet under studerad tidsperiod. Dessutom visade Tobin's q värdena att bolag som ingick i vd-gruppen och so-gruppen i medeltal hade ett högre Tobin's q värde än jämförelsegruppen. Tobin's q värdena undersöktes även genom statistisk analys med ett oberoende T-test. Analysen visade att resultaten för vd-gruppen var signifikanta. Statistiskt sett indikerar det här att resultaten med hög säkerhet även går att generalisera på andra liknande populationer, det vill säga liknande bolag som uppfyller samma kriterier som bolagen i vd-gruppen. De statistiska resultaten var inte signifikanta för so-gruppen.

Sammanfattningsvis kan konstateras att studiens resultat tyder på att det finns ett samband både mellan vd:s och so:s ägande samt företagets marknadsvärde och därför kan nollhypoteserna i både hypotes 1 och 2 förkastas. Avhandlingens resultat ger stöd för agentteorin och tyder på att ägande som incitament är ett effektivt styrmedel för ett bolag att uppnå ett högre marknadsvärde. Enligt agentteorin beror det här på att ett ägande sammanför både agentens och huvudmannens preferenser, vilket leder till minimala agentkostnader. I studien fungerade vd och so som agent och företagets aktieägare som huvudmän. Upptäckt samband pekar på att det är rationellt för en investerare att beakta vd:s och so:s ägande vid en investering i börsnoterade aktiebolag på Nasdaq Helsinki.

6.2 Diskussion

Slutsatsen som kan dras av denna studie är enligt mig intressant men inte helt oväntad. Att resultaten inte är oväntade beror på att tidigare studier inom ämnet oftast har kommit fram till liknande slutresultat. Det intressanta med resultaten är att jag upplever att ägarstrukturen i ett bolag sällan får särskilt stor uppmärksamhet vid en eventuell investering. Det här trots att både den här och även tidigare studier har kommit fram till att det existerar ett samband mellan vd:s och so:s ägande och företagets marknadsvärde.

Huruvida sambandet beror på att marknaden inte är effektiv kan inte besvaras genom denna studie eftersom portföljernas risknivåer inte är kartlagda. Effektiva marknadsteorin kunde eventuellt förklara vd-gruppens och so-gruppens överavkastning med att risknivån

för grupperna är högre än för jämförelsegruppen. Utan att närmare undersöka portföljernas risknivå är det omöjligt att förkasta eller bekräfta teorin om effektiva marknader. Det är därför viktigt vid studerande av avhandlingens resultat att vara medveten om att portföljernas risknivåer inte har beaktats i studien.

Att båda huvudgrupperna avkastat bättre än jämförelseindex indikerar dock på att det som placeringsstrategi kunde vara lönsamt att skapa en portfölj av bolag som uppfyller kriterierna för huvudgrupperna. Det här eftersom båda huvudgrupperna i studien under undersökt tidsperiod har överavkastat gentemot jämförelseindex. Det är dock viktigt att komma ihåg att även risknivån för portföljen bör beaktas vid en eventuell placering.

Den här studiens slutresultat tyder på att information om vd:s eller so:s ägande är värderrelevant information. Som ett mått på värderrelevans används huvudgruppernas överavkastning gentemot jämförelseindex. Med värderrelevant information avses information som användaren har nytta av, i det här fallet kan användaren vara en investerare och överavkastningen som studien påvisar bekräftar nyttan av informationen. Baserat på studiens slutresultat kan man debattera för behovet av en ny redovisningsstandard som bättre skulle återge information om ägande till marknaden. Det här kunde till exempel handla om en standardiserad och obligatorisk del av årsredovisningen.

6.3 Kritik mot studien

I en avhandling finns det alltid saker som man kan ifrågasätta och argumentera för och emot. Precis som i alla andra studier innehåller även denna studie brister, man kan alltid påstå att studiens sampel var för litet och att studerade tidsperioderna var för få. Det svåra är alltså inte att hitta brister utan att veta om eventuella brister verkligen är relevanta för studiens slutresultat. Ibland vet man helt enkelt inte om en brist verkligen är en relevant brist utan att kontrollera för den.

Konkret kritik som kan riktas mot studien är att studien inte utesluter eventuella andra faktorer som kan påverka ett företags marknadsvärde och företagets värdering enligt

Tobin's q. Man kan alltså inte baserat på studien vara säker på att hela sambandet kan förklaras genom ägande, även om studien tyder på att ett samband existerar. I övrigt kan man rikta kritik mot avkastningsformeln som har använts för att mäta aktieavkastningen. Den återinvesterar inte eventuella dividender omgående och det här leder till att huvudgruppernas aktieavkastningar inte till 100 % är jämförbara med jämförelseindexets avkastning. Det här eftersom dividenderna automatiskt direkt återinvesteras för jämförelseindexets del. Skillnaden som uppstår är eventuell ränta på ränta effekt på dividenderna, som i studien uteblev för huvudgrupperna.

6.4 Förslag till vidare studier

Möjligheter till vidare studier inom ämnet är goda. Både avhandlingens population och metod går att utöka och utveckla. Det vore viktigt att vid vidare studier även kontrollera för portföljernas risknivåer, för att undersöka om det finns skillnader mellan huvudgruppernas och jämförelsegruppens risknivå. Det vore samtidigt intressant att i vidare forskning utöka populationen för att undersöka om samma samband även förekommer på andra marknader.

Ett annat angreppssätt kunde vara att ta i beaktande flera oberoende variabler för att försöka förklara vilka saker som kan inverka på marknadsvärdet och i vilken utsträckning. Här tycker jag det skulle vara värt att analysera hur ägande har uppstått för att se om det kan ge några skillnader i resultaten. I övrigt kunde man kontrollera för mer traditionella variabler som till exempel företagsstorlek, skuldsättning och ägarkoncentration. Det kunde även vara skäl att göra en liknande forskning på Helsingforsbörsen med familjeägda bolag. Familjeägda bolag är intressanta eftersom strukturen i bolagen tenderar vara väldigt lik strukturen i de bolag som ingick i avhandlingens huvudgrupper. Eftersom det finns mycket som tyder på att en dylik studie kunde komma fram till liknande slutresultat så skulle det vara intressant att undersöka om så verkligen är fallet.

KÄLLOR

Adams R., Almeida H., Ferreira D. (2005) Powerful CEOs and Their Impact on Corporate Performance. *Review of Financial Studies*, 2005, vol. 18, issue 4, pages 1403-1432

Allebert J., Carlsson A., Ivarsson K. (2007) *Agentkostnader, ägande och utdelningar*. Växjö Universitet, 2007

Anderson R., Mansi. S., Reeb D. (2003) Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics*. Vol. 68, pp. 263-285.

Berk, Jonathan; DeMarzo, Peter (2007) "Corporate Finance", Prentice Hall, New Jersey, USA

Berle A., Means G. (1932) *The Modern Corporation and Private Property*. (Macmillan, New York)

Bjerkeby K., Brömer S., Ericsson R., Palmefors N-P. (2004) *En kvantitativ undersökning av Tobin's q på Stockholmsbörsen*. Ekonomihögskolan vid Lunds Universitet, 2004

Bozec. Y & Laurin. C "Large Shareholder Entrenchment and Performance: Empirical Evidence from Canada" *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 35, nr. 1-2, s. 25-49, Januari-Mars 2008

Bryman, A., & Cramer, D. (2011). *Quantitative data analysis with IBM SPSS 17, 18 & 19. A guide for social scientists*. London: Routledge.

Businessdictionary (2018) Legal entity.

URL: <http://www.businessdictionary.com/definition/legal-entity.html>

(Läst 12.9.2018)

Businessdictionary (2018) Insider.

URL: <http://www.businessdictionary.com/definition/insider.html>

(Läst 15.5.2018)

Carhart M. (1997) On persistence in mutual fund performance, *Journal of Finance* 52, 57-82.

Chung, Kee; Pruitt, Stephen (1994) "A simple approximation of Tobin's q", *Financial Management*, vol. 23, nr. 3, s. 70-75

Denscombe, Martin (2000) "Forskningshandboken – för småsakliga forskningsprojekt inom samhällsvetenskaperna"

Djurfelt, G & Larsson, R. (2003). *Statistisk verktygslåda*. Lund: Studentlitteratur.

Easterbrook F. (1984) Two agency-cost explanations of dividends. *American Economic Review*. Vol. 74, pp. 650-659.

E-conomic (2018) Avkastning – Vad är avkastning?

URL: <https://www.e-conomic.se/bokforingsprogram/ordlista/avkastning>

(Läst 5.4.2018)

Fahlenbrach R. (2004) Founder-CEOs and Stock Market Performance. The Wharton School University of Pennsylvania. Philadelphia, PA 19104-6367. Job Market Paper, January 11th, 2004

Fama E. (1970) Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance* 25 (2).

Fama E. (1980) Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of political economy*, 88, 288-325.

Field L., Hanka G. (2001) The Expiration of IPO Share Lockups. *The Journal of Finance*, vol LVI, NO 2, April 2001

Finlex (2018) Aktiebolagslag 21.7.2006/624

URL:<http://www.finlex.fi/sv/laki/ajantasa/2006/20060624?search%5Btype%5D=pika&search%5Bpika%5D=aktiebolag>

(Läst 14.11.2018)

Fristedt D., Sundin A., Sundqvist S. (2003) Ägarna och Makten i Sveriges Börsföretag 2003. SIS Ägarservice AB, Halmsta

Griffith J. (1999) CEO ownership and firm value. *Managerial and Decision Economics* 20, 1–8.

Holmström B., Milgrom P. (1991) Multitask Principal-Agent Analyses: Incentive Contracts, Asset Ownership, and Job Design. *Journal of Law, Economics, & Organization*, Vol. 7, Special Issue: Papers from the Conference on the New Science of Organization, January (1991), pp. 24-52

Investopedia (2018) Q Ratio (Tobin's Q Ratio)

URL: <http://www.investopedia.com/terms/q/qratio.asp>

(Läst 20.4.2018)

Investopedia (2018) Asymmetrisk information

URL: <http://www.investopedia.se/lexikon/a/asymmetrisk-information/>

(Läst 25.4.2018)

Investopedia (2018) Hostile Takeover

URL: <http://www.investopedia.com/terms/h/hostiletakeover.asp>

(Läst 1.4.2018)

Investopedia (2018) Börsvärde

URL: <http://www.investopedia.se/lexikon/b/boersvaerde/>

(Läst 2.4.2018)

Investorwords (2018) Blockholder

URL: <http://www.investorwords.com/11901/blockholder.html>

(Läst 27.5.2018)

Jacobsen, Ingvar Dag. (2002) ”Vad, hur och varför? – Om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen”

Jensen M., Meckling W., (1976) Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 (1976) 305-360.

Jensen M., Ruback R. (1983) The Market For Corporate Control: The Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, pp. 5-50, 1983

Jensen M., Murphy K. (1990) Performance Pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy* vol. 98 no. 2, s. 225-264

Johansson E., Jonsson I. (2014) vd innehav och portföljavkastning. Project paper with discussant - Finance VT 2014

Kim E., Lu Y. (2011) CEO Ownership, External Governance, and Risk-taking. *Journal of Financial Economics*, 2011, vol. 102, issue 2, pages 272-292

Kim, K.A, Nofsinger, J R. (2007) ”Corporate Governance”, andra upplagan, Prentice Hall, New Jersey, USA

Lee J. (2004) The Effects of Family Ownership and Management on Firm Performance. *S.A.M. Advanced Management Journal*. Vol. 69, pp. 46-53

Lilienfeld-Toal U. (2007) Why Managers Hold Shares of Their Firm: Theory. Department of Economics, Johann Wolfgang Goethe University Frankfurt

Lilienfeld-Toal U., Ruenzi S. (2009) CEO Ownership and Stock Market Performance. Stockholm School of Economics 2009

Lilienfeld-Toal U., Ruenzi S. (2014) CEO Ownership, Stock Market Performance, and Managerial Discretion. *The Journal Of Finance* • Vol. Lxix, No. 3 • June 2014

Lindenberg, Eric; Ross, Stephen (1981) "Tobin's q Ratio and Industrial Organization", *The Journal of Business*, vol 54, nr 1, s.1-32

Lin J., Howe J. (1990) Insider Trading in the OTC Market. *The Journal of Finance*, vol 45 NO. 4, September 1990

Marketswiki (2018) S&P 1500 Index.

URL: http://marketswiki.com/wiki/S%26P_1500_Index

(Läst 12.4.2018)

Massey, Frank J. Jr. (1951) "The Kolmogorov-Smirnov test for goodness of fit", *Journal of the American Statistical Association* 46(253): 68-78.

Modigliani Franco; Miller, Merton H. (1963) "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction" *The American Economic Association*, vol. 53, nr. 3, s. 433-443

Morck R., Shleifer A., Vishny R. (1987) Management Ownership and Market Valuation. *Journal of Financial Economics* (20) 1988, 293-315

Nasdaq (2018) Vad anses med kurspåverkande information?

URL:

<http://www.nasdaqomx.com/listing/europe/surveillance/stockholm/faq?languageId=3>

(Läst 12.4.2018)

Nasdaq (2018) OMXSPI

URL: <https://indexes.nasdaqomx.com/Index/Overview/OMXSPI>

(Läst 12.4.2018)

Nasdaq (2018) Shares

URL: <http://www.nasdaqomxnordic.com/shares>

(Läst 17.10.2018)

Oh W., Chang Y., Cheng Z. (2014) When CEO Career Horizon Problems Matter for Corporate Social Responsibility: The Moderating Roles of Industry-Level Discretion and

Page B., (2011) CEO ownership and firm value: Evidence from a structural estimation. University of Rochester, November 2011

Pozen, R. C. 2010. The Big Idea: The Case for Professional Boards. Harvard Business Review, December 2010.

Shapiro, S. S. & M. B. Wilk (1965) "An analysis of variance test for normality", *Biometrika* 52(3): 591-599

Smith A. (1776) *The Wealth of Nations*

Spohr J. (2015) Introduktion till kursen Internationell redovisning. Handelshögskolan vid Åbo Akademi.

Svenning C. (1999) "Metodboken – Samhällsvetenskaplig metod och metodutveckling", tredje upplagan, Lorentz förlag, Staffanstorps

Tong, Zhenxu (2008) "Deviations from optimal CEO ownership and firm value" *Journal of Banking*, vol. 32, nr. 11, s. 2462-2470

Veisland J., Rahmqvist J. (2010) Ägarkoncentration och aktieavkastning. Kandidatuppsats VT 2010

Villalonga B., Amit R. (2004) How Do Family Ownership, Management, and Control Affect Firm Value? *The Journal of Financial Economics* Volume 80, Issue 2, May 2006

Wallmark J., Åhman K. (2005) Ägarstrukturens inverkan på sambandet mellan interna medel och investeringar. Magisteruppsats vid Lunds universitet

Weston J. (1979) The tender takeover. *Mergers and acquisitions*, 14, 74-82